

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku

Determination of company's value

Student: Bc. Lenka Vostárková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Pavlína Křibíková

Ostrava 2013

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra podnikohospodářská

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Lenka Vostárková**  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku  
Specializace: 00 Ekonomika podniku  
Téma: Stanovení hodnoty podniku  
Determination of Company's Value

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretická východiska pro oceňování podniku
  3. Charakteristika podniku
  4. Aplikace zvolených metod oceňování na vybraný podnik
  5. Zhodnocení výsledků a doporučení
  6. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy


Seznam doporučené odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.  
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSEL. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010. 820 s. ISBN 978-0-470-42470-4.  
MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Pavlína Křibíková**

Datum zadání: 23.11.2012  
Datum odevzdání: 26.04.2013

  
Ing. Josef Kašík, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.  
Přílohy č. 1 a 2 jsou zpracovány na základě výkazů účetní závěrky dané společnosti.“

*Lenka Vostárková* <sup>1</sup>

V Ostravě dne 26. dubna 2013

Bc. Lenka Vostárková

### **Poděkování**

Touto cestou bych ráda poděkovala vedoucí diplomové práce paní Ing. Pavlíně Křibíkové za trpělivost, odborné vedení a cenné rady při konzultacích a zpracování diplomové práce.

## OBSAH

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 1     | ÚVOD .....   | 5  |
| 2     | TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....          | 7  |
| 2.1   | Definice podniku .....                                     | 7  |
| 2.2   | Hodnota podniku .....                                      | 7  |
| 2.3   | Kategorie hodnoty .....                                    | 8  |
| 2.3.1 | Tržní hodnota .....  | 8  |
| 2.3.2 | Subjektivní (investiční) hodnota .....                     | 9  |
| 2.3.3 | Objektivizovaná hodnota.....                               | 9  |
| 2.3.4 | Komplexní přístup Kolínské školy.....                      | 10 |
| 2.4   | Důvody oceňování podniku.....                              | 11 |
| 2.5   | Obecný postup při oceňování podniku .....                  | 11 |
| 2.5.1 | Sběr vstupních dat .....                                   | 12 |
| 2.5.2 | Analýza dat.....   | 12 |
| 2.5.3 | Sestavení finančního plánu.....                            | 22 |
| 2.5.4 | Ocenění.....   | 23 |
| 2.6   | Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) .....              | 23 |
| 2.6.1 | Určení vah jednotlivých složek kapitálu .....              | 24 |
| 2.6.2 | Náklady na cizí kapitál .....                              | 24 |
| 2.6.3 | Náklady na vlastní kapitál .....                           | 25 |
| 2.6.4 | Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) ..... | 26 |
| 2.7   | Základní metody pro ocenění podniku .....                  | 27 |
| 2.7.1 | Výnosové metody.....                                       | 27 |
| 2.7.2 | Tržní metody .....   | 36 |
| 2.7.3 | Majetkové metody.....                                      | 38 |
| 3     | CHARAKTERISTIKA PODNIKU .....                              | 40 |

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 3.1   | Historie společnosti .....   | 40 |
| 3.2   | Předmět podnikání .....  | 40 |
| 3.3   | Popis produktů .....   | 41 |
| 3.4   | Tržby společnosti .....  | 42 |
| 3.5   | Zaměstnanci .....  | 43 |
| 3.6   | Konkurence .....   | 44 |
| 4     | APLIKACE ZVOLENÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ NA VYBRANÝ PODNIK .....         | 45 |
| 4.1   | Strategická analýza .....  | 45 |
| 4.1.1 | Analýza makroprostředí .....                                       | 45 |
| 4.1.2 | Analýza mikroprostředí .....                                       | 47 |
| 4.2   | Finanční analýza .....   | 48 |
| 4.3   | Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná .....                  | 53 |
| 4.4   | Finanční plán .....  | 54 |
| 4.5   | Stanovení WACC .....   | 58 |
| 4.6   | Ocenění metodou účetní hodnoty .....                               | 59 |
| 4.7   | Ocenění metodou diskontovaného cash flow Entity (DCF Entity) ..... | 60 |
| 4.8   | Ocenění metodou přidané ekonomické hodnoty (EVA) .....             | 64 |
| 4.8.1 | Ekonomická přidaná hodnota v letech 2007 – 2011 .....              | 64 |
| 4.8.2 | Ocenění ekonomickou přidanou hodnotou Entity .....                 | 67 |
| 5     | ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ .....                             | 71 |
| 6     | ZÁVĚR .....  | 75 |

# 1 ÚVOD

V posledních letech stoupá v České republice problematika oceňování na významu. Je to dáno především transformací ekonomiky, postupným rozvíjením se kapitálových trhů a čím dál tím častějšími vlastnickými změnami ve společnostech. Tyto vlastnické změny jsou iniciovány hlavně rostoucí konkurencí, kdy dochází ke spojování podniků za účelem zvýšení jejich konkurenceschopnosti na trhu. Dochází také k vynuceným prodejům ztrátových společností nebo jejich neprosperujících částí. Jiným případem jsou prodeje fungujících společností jejich majiteli, kteří je vybudovali, nemají následníka či z různých důvodů chtějí tuto podnikatelskou činnost opustit.

Cílem oceňování podniku je vyjádření hodnoty podniku v peněžních jednotkách. Stanovení hodnoty podniku je významným nástrojem řízení podniku. Znalost hodnoty konkrétního podniku může ovlivnit důležitá taktická a strategická rozhodnutí vedení.

Význam správného ocenění společnosti vyplývá i z toho, že hodnoty firem mohou nabývat i vysokých částek a případné rozdíly nebo chyby v ocenění mohou dosahovat milionových částek. Na druhé straně se může částka skutečně uzavřeného obchodu i citelně lišit od vypočítané ceny z důvodu jiných, na obecné úrovni obtížně vyčíslitelných skutečností (zajištění strategických dodávek, očekávání synergického efektu, vytlačení či pohlčení konkurence, ...).

Stanovení hodnoty podniku je využíváno především v případě koupě a prodeje podniku, jeho fúzováním či rozdělením. Důvodem pro ocenění podniku však může být i změna právní formy podniku či poskytování úvěru.

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu konkrétního podniku k 1. 1. 2012 pomocí vybraných metod oceňování.

K dosažení stanoveného cíle budou využity metody výpočtu poměrových ukazatelů a vybrané metody oceňování podniku.

První kapitola této práce bude zaměřena na teoretická východiska oceňování, především na hodnotu podniku a její kategorie, důvody oceňování podniku, obecný postup oceňování podniku a popis základních metod pro ocenění.

Druhá kapitola bude věnována charakteristice vybraného podniku se zaměřením na její historii, předmět podnikání, popis produktů, vývoj tržeb podniku a stávající konkurenci.

V třetí, aplikační, kapitole bude nejdříve provedena strategická analýza (analýza makroprostředí a mikroprostředí podniku) a finanční analýza podniku pomocí poměrových ukazatelů. Poté dojde k rozdělení aktiv podniku na provozně nutná / nenutná a sestavení finančního plánu podniku. Nakonec bude podnik oceněn vybranými metodami, a to metodou účetní hodnoty, metodou diskontovaného cash flow (DCF Entity) a ekonomickou přidanou hodnotou (EVA).

V poslední kapitole bude provedeno zhodnocení výsledků a navrhnutá doporučení pro zvýšení hodnoty daného podniku.



## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Tato kapitola je zaměřena na základní teorii související se stanovením hodnoty podniku. Nejdříve je definován podnik dle obchodního zákoníku. Poté následují podkapitoly týkající se hodnoty podniku, a to především její hladiny a kategorie. V další části jsou vyjmenovány nejčastější důvody pro oceňování podniku. Nakonec je popsán obecný postup procesu ocenění a základní oceňovací metody (výnosové, tržní i majetkové).

### 2.1 Definice podniku

Dle § 5 obchodního zákoníku se podnikem rozumí „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ Při oceňování podniku je důležité brát v úvahu také závazky, jejich rozsah a pohlízet na podnik jako na funkční celek (Mařík, 2011).

### 2.2 Hodnota podniku

Cílem oceňování podniku je vyjádření hodnoty podniku v peněžních jednotkách. Neexistuje však obecně uznávané univerzální ocenění. Výsledek procesu oceňování závisí na mnoha faktorech, a to především na zkušenostech odhadce, kvantitě a kvalitě dostupných informací, účelu ocenění, apod. (Sabolovič, 2008).

*„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (Mařík, 2011, str. 20).“*

Podnik tedy může být oceňován na dvou **hladinách hodnoty**, a to:

- Hodnota brutto – tj. celková hodnota podniku, v obchodním zákoníku je tato hodnota označena jako obchodní majetek či obchodní jmění
- Hodnota netto – tj. ocenění vlastního kapitálu, v obchodním zákoníku je tato hodnota označena jako čistý obchodní majetek (ten je získán po odečtení závazků od obchodního majetku) či vlastní kapitál

Je podstatné si uvědomit, že existuje **rozdíl mezi pojmy hodnota a cena**. Z výše uvedeného vyplývá, že hodnotou rozumíme odhad pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacená v určitém časovém okamžiku. Cenou rozumíme peněžní částku, která je zaplacená, požadována či nabízena za určité zboží nebo služby (Mařík, 2011).

V případě podniku není běžné, že se hodnota rovná ceně. Při stanovení hodnoty podniku nejde o hodnotu směnnou (realizovanou), ale o základ pro cenové jednání. Konečnou cenu ovlivňuje mnoho dalších faktorů. Objektivní hodnota podniku tedy neexistuje (Sabolovič, 2008).

Hodnota je zvláště užitečným měřítkem výkonu, protože bere v úvahu dlouhodobé zájmy všech zúčastněných stran ve společnosti, nejen akcionářů. Alternativní měřítka nejsou dlouhodobá. Například účetní zisk posuzuje pouze krátkodobý výkon z hlediska akcionářů. Naproti tomu hodnota je relevantní pro všechny zúčastněné strany. Na základě četných výzkumů se došlo k závěru, že společnosti, které maximalizují hodnotu pro své akcionáře v dlouhodobém horizontu, také vytvářejí více pracovních míst, zacházejí lépe se svými současnými a bývalými zaměstnanci, poskytují jejich zákazníkům větší spokojenost a nesou tedy větší firemní odpovědnost, než jejich více krátkozrací soupeři. Konkurence mezi společnostmi zaměřenými na hodnotu také pomáhá zajistit, že kapitál, lidský kapitál a přírodní zdroje jsou využívány efektivně napříč ekonomikou, což vede k vyšší životní úrovni pro každého. Z těchto důvodů, znalost toho, jak společnosti vytvářejí hodnotu a jak měří hodnotu je zásadní intelektuální nástroj v tržní ekonomice (Koller, Goedhart, Wessel, 2010).

## **2.3 Kategorie hodnoty**

Hodnotu je možné rozdělit do čtyř základních kategorií: tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup. Jednotlivé kategorie hodnoty jsou pak používány pro konkrétní situace, přičemž závisí na účelu oceňování (Sabolovič, 2008).

### **2.3.1 Tržní hodnota**

Mezinárodní oceňovací standardy definují tržní hodnotu jako *„odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery*

*po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*

Tato kategorie hodnoty vychází z předpokladu, že existuje trh s podniky, kde se nachází více kupujících a více prodávajících. Může se tak utvářet tržní cena (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) by tržní hodnota měla být odhadem rovnovážné ceny, a to v případě transparentního a fungujícího trhu (mnoho subjektů, homogenní statky). Pokud však dostatečně fungující trh neexistuje, jako je tomu v případě podniku, je obtížné stanovit konkrétní číslo, a proto se tržní hodnota vyjadřuje jako intervalový odhad.

Tržní hodnota se používá především v případě uvádění podniku na burzu či prodeje podniku neznámému kupujícímu (Sabolovič, 2008).

### **2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota**

Subjektivní hodnota je hodnota, kterou danému statku přisuzuje konkrétní kupující či prodávající. Tyto subjekty stanovují hodnotu na základě svých očekávaných užitků z daného statku (Mařík, 2011).

*Dle Mezinárodních oceňovacích standardů je investiční hodnota definována jako „hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou majetku.“*

Tato kategorie hodnoty bývá výsledkem ocenění především v případě koupě a prodeje podniku (subjekt ověřuje efektivnost operace) či v případě rozhodování mezi sanací (pokračování v činnosti a přijetí nápravných opatření) a likvidací (Sabolovič, 2008).

### **2.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Jak již bylo zmíněno výše, objektivní hodnota neexistuje, proto odhadci začali používat pojem objektivizovaná hodnota. Jde v podstatě o hodnotu obecně přijatelnou, kterou stanovují znalci (Mařík, 2011).

*„Objektivizovaná hodnota podniku je typizovaná hodnota budoucích výsledků, která se získá, pokud bude podnik pokračovat v činnosti při nezměněném konceptu, a pokud*

*přihlédneme ke všem realistickým budoucím očekáváním v rámci jeho šancí a rizik na trhu, finančních možností a také ostatních faktorů vlivu (Sabolovič, 2008, str. 21).“*

Tato kategorie hodnoty by měla být používána v případě poskytování úvěru či zjišťování bonity podniku (Sabolovič, 2008).

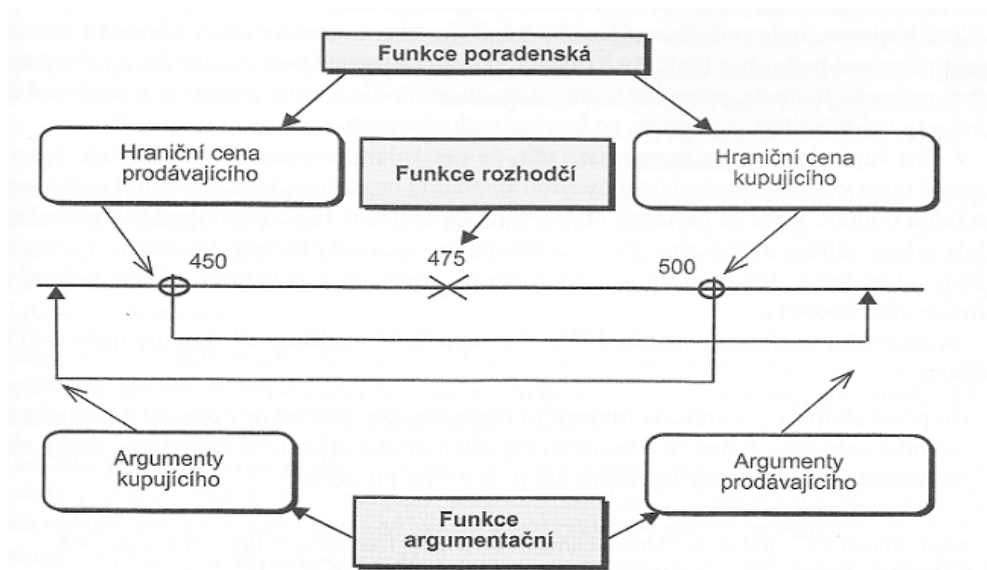
### 2.3.4 Komplexní přístup Kolínské školy

Kolínská škola vychází ze subjektivních hodnot konkrétních účastníků oceňování. Tento přístup modifikuje ocenění podle funkcí, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků (Mařík, 2011). Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy jsou uvedeny v obrázku 2.1.

Dle Maříka (2011) mezi základní funkce ocenění podle Kolínské školy patří:

- Funkce poradenská – poskytnutí kupním stranám informace o hraničních cenách kupujícího a prodávajícího, které vymezují prostor pro cenové jednání
- Funkce rozhodčí – funkce nezávislého oceňovatele, který odhaduje hraniční hodnoty účastníků a hledá spravedlivou hodnotu
- Funkce argumentační – oceňovatel pomocí svých argumentů zlepšuje pozici kupujícího či prodávajícího
- Funkce komunikační – poskytnutí podkladů pro veřejnost (investory, banky)
- Funkce daňová – poskytnutí podkladů pro daňové účely

Obr. 2.1 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy



Zdroj: Mařík (2011, str. 31)

Tato kategorie hodnoty bývá nazývána také konceptem hraničních hodnot. V podstatě jde o určení intervalu, ve kterém se hledaná hodnota nachází. Komplexní přístup Kolínské školy se používá především při podstatné části podnikových transformací (Sabolovič, 2008).

## **2.4 Důvody oceňování podniku**

Existuje mnoho podnětů vedoucích k ocenění podniku. Podle Maříka (2011) mohou být tyto podněty rozděleny v závislosti na tom, zda souvisí či nesouvisí s vlastnickými změnami.

Mezi případy, kdy dochází k vlastnickým změnám, patří:

- Koupě a prodej podniku
- Nepeněžitý vklad do společnosti
- Koupě, směna či výkup účastnických cenných papírů
- Povinná nabídka na převzetí při ovládnutí cílové společnosti
- Fúze
- Rozdělení společnosti

Mezi případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, patří:

- Změna právní formy společnosti
- Zastavení obchodního podílu
- Poskytování úvěru
- Sanace podniku

Při každém oceňování podniku by mělo být srozumitelně stanoveno, z jakého důvodu je podnik oceňován, na jaké hladině, v jaké kategorii hodnoty a ke kterému datu k oceňování dochází (Mařík, 2011).

## **2.5 Obecný postup při oceňování podniku**

Na počátku procesu oceňování je vhodné, aby zadavatel určil cíl daného ocenění, který se následně stává jakýmsi vodítkem. Zadavatel by měl také zpracovateli sdělit svou představu o datu ukončení procesu oceňování (Kislingerová, 2001).

Mařík (2011) doporučuje následující postup oceňování, který však může být modifikován v závislosti podmínkách, účelu oceňování, zvolených metodách apod.:

1) Sběr vstupních dat

2) Analýza dat

- Strategická analýza
- Finanční analýza
- Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

3) Sestavení finančního plánu

4) Ocenění

### **2.5.1 Sběr vstupních dat**

Při oceňování podniku je důležité znát informace nejen o konkrétním podniku, ale také o prostředí, ve kterém funguje. Sběr vstupních dat by tedy měl zahrnovat mikro i makro prostředí podniku.

Konkrétně jsou pak sledována základní data o podniku, ekonomická data podniku (výroční zprávy, účetní výkazy, apod.), informace o relevantním trhu (např. vymezení, velikost a vývoj daného trhu), konkurenční struktura relevantního trhu (např. hlavní konkurenti, bariéry vstupu na trh), údaje o odbytu a marketingu (např. struktura odbytu, reklama), informace o výrobě a dodavatelích (např. kvalita, závislost na dodavatelích) a údaje o pracovnících (např. vnitropodniková kultura, fluktuace pracovníků) (Mařík, 2011).

### **2.5.2 Analýza dat**

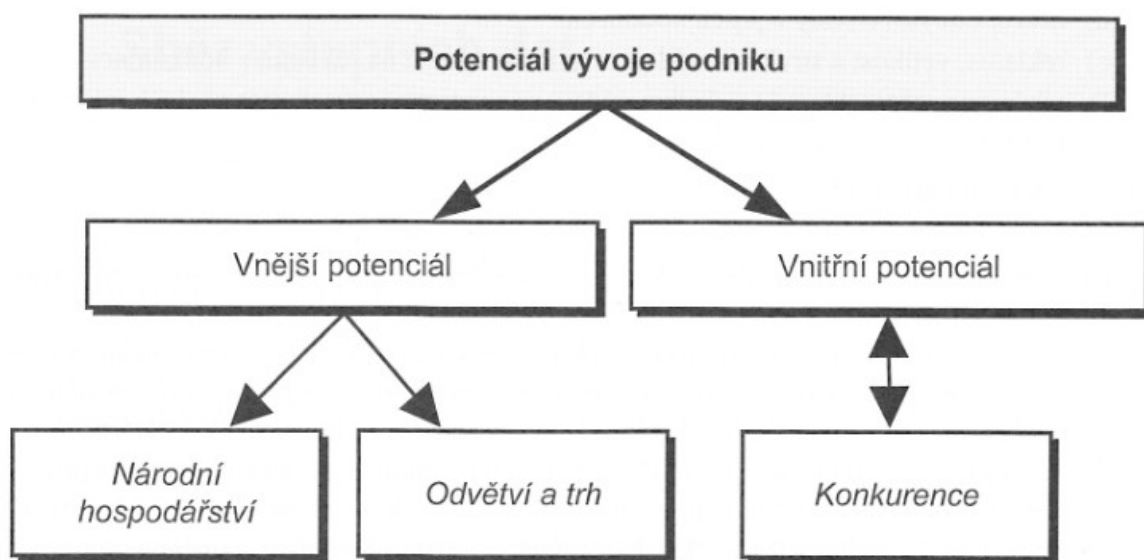
Získaná data jsou následně analyzována, a to především pomocí strategické a finanční analýzy, které by neměly být při oceňování podniku opomenuty. Při dostatku informací je vhodné provést také rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (Mařík, 2011).

#### **2.5.2.1 Strategická analýza**

Strategická analýza je důležitou součástí oceňování podniku. „*Jejím cílem je posoudit celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu (Sabolovič, 2008, str. 45).*“

Dle Maříka (2011) je hlavní funkcí této analýzy určit celkový výnosový potenciál podniku, který se skládá z potenciálu vnitřního a vnějšího. Vnitřní potenciál je dán souhrnem silných a slabých stránek podniku. Vnější potenciál vyjadřuje šance a rizika podniku v daném podnikatelském prostředí (odvětví, trh). Tyto skutečnosti znázorňuje obrázek 2.2.

Obr. 2.2 Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: Mařík (2011, str. 56)

Strategická analýza je zaměřena především na:

- Zjištění dlouhodobých perspektiv podniku
- Vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb
- Nalezení podnikových rizik

### **Analýza makroprostředí**

Dle Kislingerové (2001) makroprostředí, ve kterém podnik funguje, velmi ovlivňuje výkonnost podniku. Proto je důležité před samotným oceněním provést jeho analýzu. Ta může být provedena pomocí tzv. PEST analýzy, která sleduje politické, ekonomické, sociální a technické prostředí podniku.

Kislingerová (2001) doporučuje sledovat vliv především těchto ukazatelů:

- Tempo růstu HDP
- Fiskální politiku státu
- Vývoj peněžní nabídky

- Vývoj úrokových sazeb
- Vývoj devizových kurzů
- Vývoj inflace
- Ekonomické a politické šoky

### **Analýza mikroprostředí**

Dle Kislignerové (2001) má analýza odvětví, ve kterém daný podnik funguje velký význam. Analýza mikroprostředí by měla být zaměřena především na:

- Identifikaci charakteristických znaků odvětví - citlivost na změny hospodářského cyklu, míra regulace ze strany státu a struktura odvětví
- Prognózu vývoje odvětví – odvětvové prognózy je možné najít na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu

#### **2.5.2.2 Finanční analýza**

Finanční analýza je důležitou součástí finančního řízení každého podniku. Slouží především pro hodnocení finančního zdraví podniku, předpověď budoucí finanční situace podniku a přípravu opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku (Dluhošová, 2006).

*Hlavními zdroji informací* pro provedení finanční analýzy jsou výkazy účetní závěrky, jejichž struktura je stanovena Ministerstvem financí. Jedná se o rozvahu, která je přehledem o stavu a struktuře majetku a zdrojích jeho krytí a výkaz zisků a ztrát, který zachycuje tvorbu a užití výsledku hospodaření. Dále mohou být informace čerpány z výkazu Cash flow (přehled o peněžních tocích) a výkazů vnitropodnikového účetnictví, které mají interní charakter (např. výkazy o spotřebě nákladů v jednotlivých střediscích) (Dluhošová, 2006).

Mezi *uživatele finanční analýzy* patří především management, vlastníci a věřitelé. Management zajímá platební schopnost podniku, struktura zdrojů a ziskovost. Vlastníci pomocí finanční analýzy zjišťují, zda jejich investované prostředky jsou dostatečně zhodnocovány. Proto se zaměřují na sledování tržních ukazatelů a ukazatelů ziskovosti. Pro věřitele je důležité sledovat likviditu, zadluženost a schopnost tvorby finančních prostředků, protože požadují vrácení finančních prostředků. Podstupují přitom riziko nesplacení poskytnutých finančních prostředků, které se odráží ve výši úroku (Růčková, 2010).



Mezi nejčastější metody finanční analýzy patří:

- Analýza absolutních ukazatelů
- Analýza poměrových ukazatelů

#### 2.5.2.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele jsou k nalezení v účetních výkazech podniku. Tyto ukazatele mohou být stavové (uveden stav k určitému datu – např. rozvaha) či tokové (uveden objem za určité časové období – např. výkaz zisků a ztráty). Analýza absolutních ukazatelů je základním východiskem pro provedení finanční analýzy (Kislingerová, 2001).

Tato metoda finanční analýzy je vhodná pro sledování vývoje absolutních ukazatelů v čase, nikoli pro mezipodnikové srovnání (velikost ukazatelů je závislá na mnoha faktorech, především na velikosti podniku) (Dluhošová, 2006).

Analýza absolutních ukazatelů zahrnuje:

- *Horizontální analýzu* – jde o pozorování změn jednotlivých položek účetních výkazů v čase, a to jak v absolutním, tak procentuálním vyjádření. Vzniklá časová řada by měla být dostatečně dlouhá, aby interpretace výsledků byla co nejpřesnější. Analytik by také neměl opomenout vzít v úvahu prostředí podniku (např. změny cen vstupů, změny v daňové soustavě apod.) (Růčková, 2010).

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1} \quad (2.1)^1$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} \quad (2.2)^2$$

$U_t$  – hodnota ukazatele,  $t$  – běžný rok,  $t-1$  – předchozí rok

- *Vertikální analýzu* – jedná se o zjišťování podílu jednotlivých položek účetních výkazů na daném souhrnném absolutním ukazateli (v rozvaze aktiva či pasiva, ve výkazu zisků a ztráty např. velikost tržeb) za jednotlivá časová období. V rozvaze je tedy posuzována struktura aktiv a pasiv (Růčková, 2010).

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i} \quad (2.3)^3$$

$U_i$  – hodnota dílčího ukazatele,  $\sum U_i$  – velikost absolutního ukazatele

---

<sup>1</sup> Dluhošová (2006, str. 70)

<sup>2</sup> Dluhošová (2006, str. 70)

<sup>3</sup> Dluhošová (2006, str. 70)

#### 2.5.2.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrová analýza zkoumá jednotlivé rysy finančního zdraví podniku, které bývají rozděleny do pěti skupin – ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity a tržní hodnoty. Poměrové ukazatele vyjadřují vzájemné vztahy mezi dvěma či více absolutními ukazateli získanými z účetních výkazů, a to pomocí jejich podílu. Velkou výhodou této analýzy je možnost srovnávání finančních informací s historickými daty či daty jiných společností (Blaha, Jindřichovská, 2006).

##### A) Ukazatele likvidity

Likvidita určité složky je vlastností dané složky přeměnit se rychle a bez velké ztráty hodnoty na peněžní prostředky. Likviditou podniku rozumíme schopnost podniku uhradit své platební závazky včas. Ukazatele likvidity poměřují potenciální objem peněžních prostředků (oběžná aktiva) s objemem závazků, které jsou splatné v blízké době. Lze tedy říci, že jsou podílem toho, čím je možno platit k tomu, co je nutno platit. Je vhodné hledat vyváženou likviditu, která zaručí schopnost dostat svým závazkům a zároveň bude docházet k dostatečnému zhodnocení prostředků (Růčková, 2010).

##### Okamžitá likvidita (likvidita 1. stupně)

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{dluhy s okamžitou splatností}} \quad (2.4)^4$$

Do tohoto vzorce vstupují pouze nejlikvidnější položky z rozvahy. Pohotovými platebními prostředky jsou peníze na běžném účtu, v pokladně a ekvivalenty hotovosti (obchodovatelné cenné papíry a šeky). Dluhy s okamžitou splatností jsou závazky splatné do 1 měsíce. Dle metodiky ministerstva průmyslu a obchodu je doporučovaná minimální hodnota tohoto ukazatele 0,2 (Růčková, 2010).

##### Pohotová likvidita (likvidita 2. stupně)

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{(\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé dluhy}} \quad (2.5)^5$$

Pro tento ukazatel platí, že čítec by měl být stejně velký jako jmenovatel (poměr 1:1), případně čítec vyšší, a to až 1,5:1. Z uvedeného tedy vyplývá, že hodnota pohotové likvidity by se měla pohybovat v intervalu 1,0 - 1,5. Vyšší hodnota tohoto ukazatele značí, že dochází k neproduktivnímu využívání vložených prostředků do podnikání. Velký objem běžných

---

<sup>4</sup> Růčková (2010, str. 49)

<sup>5</sup> Růčková (2010, str. 49)

aktiv, která jsou vázána ve formě pohotových prostředků, přináší minimální nebo žádný úrok (Růčková, 2010).

### **Běžná likvidita (likvidita 3. stupně)**

$$Běžná\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ dluhy} \quad (2.6)^6$$

Ukazatel běžné likvidity vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé dluhy. Krátkodobé dluhy zahrnují krátkodobé závazky, běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci. Doporučovaná hodnota ukazatele je 1,5 - 2,5. S růstem hodnoty běžné likvidity roste i pravděpodobnost zachování platební schopnosti podniku (Růčková, 2010).

### **B) Ukazatele rentability**

Rentabilita vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Tyto ukazatele hodnotí celkovou efektivnost dané činnosti, proto budou zajímat především akcionáře a potenciální investory. Ukazatele rentability by měly být v čase rostoucí (Růčková, 2010).

Ukazatele rentability zahrnují vliv likvidity, řízení aktiv a řízení dluhu na výsledky hospodaření (Blaha, Jindřichovská, 2006).

Pro potřeby finanční analýzy jsou důležité tři kategorie zisku, a to:

- EBIT = zisk před odečtením úroků a daní
- EBT = zisk před zdaněním
- EAT = zisk po zdanění, tj. čistý zisk

### **Rentabilita aktiv (ROA)**

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (2.7)^7$$

Tento ukazatel je nejdůležitějším měřítkem rentability. Vyjadřuje, kolik Kč zisku před úroky a zdaněním připadá na 1 Kč aktiv, přičemž není brán ohled na to, z jakých zdrojů jsou aktiva financovány (Dluhošová, 2006).

---

<sup>6</sup> Růčková (2010, str. 49)

<sup>7</sup> Dluhošová (2006, str. 77)

### **Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE)**

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé dluhy}} \quad (2.8)^8$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů měří efektivnost vloženého kapitálu, přičemž není brán ohled na původ kapitálu (Dluhošová, 2006).

### **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.9)^9$$

Rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Úroveň tohoto ukazatele závisí na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře cizího kapitálu (Dluhošová, 2006).

### **Rentabilita tržeb (ROS)**

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \quad (2.10)^{10}$$

Tento ukazatel vyjadřuje množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb (Dluhošová, 2006).

Rentabilita tržeb bývá nazývána ziskovým rozpětím a slouží k vyjádření ziskové marže, kterou je následně možné porovnávat s oborovým průměrem (Růčková, 2010).

### **Rentabilita nákladů (ROC)**

$$ROC = \frac{EAT}{\text{celkové náklady}} \quad (2.11)^{11}$$

Rentabilita nákladů vyjadřuje, kolik Kč čistého zisku získá podnik vložením 1 Kč celkových nákladů. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím lépe jsou zhodnoceny vložené náklady (Dluhošová, 2006).

## **C) Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Tyto ukazatele poměřují aktiva se zdroji jejich krytí, či zkoumají vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování. Účelem těchto analýz je najít optimální kapitálovou strukturu, tj. optimální vztah mezi vlastním a cizím kapitálem.

---

<sup>8</sup> Dluhošová (2006, str. 77)

<sup>9</sup> Dluhošová (2006, str. 78)

<sup>10</sup> Dluhošová (2006, str. 78)

<sup>11</sup> Dluhošová (2006, str. 79)

### Podíl vlastního kapitálu na aktivech

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.12)^{12}$$

Vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen financovat aktiva vlastním kapitálem. Při zvyšování tohoto ukazatele dochází k upevňování finanční stability podniku. Příliš vysoká hodnota ukazatele však může vést ke snížení výnosnosti vložených prostředků (Dluhošová, 2006).

### Majetkový koeficient (finanční páka)

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.13)^{13}$$

Finanční řízení podniku má krom jiného za cíl dosáhnout optimální zadluženosti. Obecně platí, že vlastní kapitál je dražší, než kapitál cizí. Toto tvrzení souvisí s náklady na kapitál – náklady na cizí kapitál představují úrok, náklady na vlastní kapitál jsou dividendy či podíly na zisku. Pro majitele kapitálu je rizikovější jej vložit do základního kapitálu společnosti, než uložit u peněžního ústavu, a proto může požadovat také vyšší výnosnost. Zadluženost proto není považována pouze za negativní charakteristiku. Ve finančně stabilním a zdravém podniku může její růst zvyšovat celkovou rentabilitu (Dluhošová, 2006).

### Stupeň krytí stálých aktiv

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \quad (2.14)^{14}$$

Veškerá stálá aktiva by měla být financována dlouhodobým kapitálem (tj. vlastním kapitálem a dlouhodobým cizím kapitálem), proto by hodnota tohoto ukazatele měla činit minimálně 1, tj. 100 % (Dluhošová, 2006).

Pokud je hodnota ukazatele vyšší než 1 (dlouhodobým kapitálem je kryt i oběžný majetek), dochází ke zvýšení stability podniku, avšak zároveň ke snížení efektivnosti podnikání. Tento jev se nazývá překapitalizace společnosti (Sedláček, 2011).

---

<sup>12</sup> Dluhošová (2006, str. 73)

<sup>13</sup> Dluhošová (2006, str. 74)

<sup>14</sup> Dluhošová (2006, str. 73)

### Ukazatel celkové zadluženosti

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.15)^{15}$$

Tento ukazatel vyjadřuje podíl věřitelů na celkovém kapitálu společnosti. Při vyšší hodnotě ukazatele dochází také ke zvýšení rizika věřitelů. Ukazatel celkové zadluženosti sledují především dlouhodobí věřitelé - např. komerční banky (Dluhošová, 2006).

### Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.16)^{16}$$

Tento ukazatel vyjadřuje, kolik Kč cizího kapitálu připadá na 1 Kč kapitálu vlastního. Zadluženost vlastního kapitálu by se měla pohybovat v rozmezí 0,8 – 1,2, tj. 80 – 120 % (Dluhošová, 2006).

### Úrokové krytí

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.17)^{17}$$

Úrokové krytí vypovídá o tom, kolikrát zisk před odečtením úroků a daní pokryje úroky. Pokud je hodnota tohoto ukazatele rovna 1, podnik si vydělá jen na úroky (Dluhošová, 2006).

V zahraničí je doporučována hodnota 3 a více (Růčková, 2010).

### D) Ukazatele aktivity

Jedná se o ukazatele relativní vázanosti kapitálu v aktivech. Pokud jsou aktiva větší, než je účelné, vznikají podniku zbytečné náklady. Jsou-li naopak nižší, nevyužívá podnik svých příležitostí a přichází tak o možné výnosy (Sedláček, 2011).

### Obrátka celkových aktiv

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.18)^{18}$$

Obrátka obecně vyjadřuje, kolikrát se daná složka aktiv přemění v peněžní prostředky za určitý časový interval (rok). Obrátka celkových aktiv měří intenzitu využití majetku

---

<sup>15</sup> Dluhošová (2006, str. 75)

<sup>16</sup> Dluhošová (2006, str. 75)

<sup>17</sup> Dluhošová (2006, str. 76)

<sup>18</sup> Dluhošová (2006, str. 83)

společnosti. Čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím efektivněji využívá podnik svůj majetek (Dluhošová, 2006).

#### **Doba obratu aktiv**

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{celková\ aktiva \cdot 360}{tržby} \quad (2.19)^{19}$$

Tento ukazatel vyjadřuje, za kolik dní se obrátí celková aktiva ve vztahu k tržbám. Doba obratu aktiv by měla být co nejkratší (Dluhošová, 2006).

#### **Doba obratu zásob**

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby} \quad (2.20)^{20}$$

Tento ukazatel říká, za kolik dní podnik spotřebuje či prodá své zásoby. Jak dlouho jsou tedy zásoby umístěny ve skladu a vážou na sebe kapitál. Příznivá je krátká doba obratu zásob (Sedláček, 2011).

#### **Doba obratu pohledávek**

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} \quad (2.21)^{21}$$

Tento ukazatel vyjadřuje, za kolik dní jsou průměrně splaceny vydané faktury (Dluhošová, 2006).

#### **Doba obratu závazků**

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} \quad (2.22)^{22}$$

Doba obratu závazků udává, za kolik dní jsou průměrně splaceny závazky společnosti, tzn. přijaté faktury. *Pravidlo solventnosti* říká, že doba obratu závazků by měla být delší, než doba obratu pohledávek (Růčková, 2010).

### **E) Ukazatele tržní hodnoty**

Tyto ukazatele vychází z údajů kapitálového trhu a vyjadřují hodnocení firmy pomocí burzovních ukazatelů (Růčková, 2010).

---

<sup>19</sup> Dluhošová (2006, str. 83)

<sup>20</sup> Dluhošová (2006, str. 83)

<sup>21</sup> Dluhošová (2006, str. 84)

<sup>22</sup> Dluhošová (2006, str. 84)

Vzhledem k tomu, že podnik, který byl vybrán pro účely zpracování této práce, není akciovou společností, není nutný výklad těchto ukazatelů.

### **2.5.2.3 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná**

Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná (dle předmětu činnosti) je využíváno především při oceňování výnosovými metodami. Spolu s tímto rozdělením je potřeba vyloučit také náklady a výnosy, které s neprovozními aktivy souvisí. Tato oddělená neprovozní aktiva jsou oceňována zvlášť a na konci oceňovacího procesu přičtena k odhadu výnosového ocenění provozních aktiv (Sabolovič, 2008).

*Provozně nutnými aktivy* jsou nazývána aktiva, která jsou nezbytná pro základní podnikatelskou aktivitu včetně přiměřených kapacitních rezerv (20 % z celkových kapacit). Veškerá další aktiva jsou považována za *provozně nenutná* (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) patří mezi nejčastější položky neprovozních aktiv:

- Krátkodobý finanční majetek – tj. peníze v pokladně a účty v bankách (za neprovozní je považován přebytek nad provozně nutnou sumou peněžních prostředků – ta je stanovena odhadem nebo ukazatelem okamžité likvidity, jejíž doporučená hodnota je 20 %), veškeré krátkodobé cenné papíry a podíly.
- Dlouhodobý finanční majetek – rozhodující je účel finančních investic (za provozně nenutná aktiva jsou považována v případě portfoliového charakteru, v případě propojení hlavní podnikatelské činnosti je vhodné pokládat tyto aktiva za provozně nutná)
- Ostatní provozně nepotřebná aktiva – např. nemovitosti nesloužící k hlavní podnikatelské činnosti, málo využitelný či nadbytečný majetek

### **2.5.3 Sestavení finančního plánu**

Dle Saboloviče (2008) patří sestavení finančního plánu k nejdůležitějším částem oceňování podniku. A to především proto, že samotné stanovení hodnoty podniku vychází z predikovaných budoucích údajů. Autor také zdůrazňuje, že veškerá podstatná čísla, která jsou obsažena ve finančním plánu, by měla být stručně odůvodněna.



Při aplikaci některé z výnosových metod je vhodné, aby finanční plán zahrnoval výsledovku, rozvahu i výkaz peněžních toků. Tento plán by měl vycházet dlouhodobé vize a strategie podniku. Je však důležité, aby oceňovatel nepřebíral finanční plán od podnikového vedení, který bývá založen na nerealistických předpokladech. Doporučuje se zpracovat vlastní finanční plán na základě konzultace s vedením (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) jsou kostrou finančního plánu následující položky:

- Tržby z prodeje hlavních produktů
- Zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk
- Plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků
- Prognóza investic do dlouhodobého majetku nezbytného pro hlavní provoz podniku

#### **2.5.4 Ocenění**

Po sběru dat, jejich analýze a vytvoření finančního plánu dochází k samotnému ocenění podniku. Nejdříve je nutné zvolit metodu, kterou bude podnik oceňován. Po aplikaci vybraných metod je následně potřeba vyvodit souhrnné ocenění (Mařík, 2011).

Volba oceňovací metody závisí na účelu ocenění a kategorii hledané hodnoty. Je vhodné, aby bylo kombinováno více metod ocenění za účelem ověření správnosti výsledku (Kislingerová, 2001).

Sabolovič (2008) zdůrazňuje, že pro závěrečný výrok jsou potřebné nejméně dva výsledky ocenění pomocí odlišných metod.

#### **2.6 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)**

Průměrné vážené náklady kapitálu je potřebné znát pro výnosové metody oceňování, a to především pro metodu diskontovaného peněžního toku (DCF) a ekonomické přidané hodnoty (EVA). Proto je vhodné věnovat této problematice vlastní kapitolu.

Náklady kapitálu se rozumí očekávané příjmy investorů při daném riziku. Nejde však prioritně o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) lze stanovení WACC rozdělit do čtyř základních kroků, a to:

- Určení vah jednotlivých složek kapitálu
- Určení nákladů na cizí kapitál
- Určení nákladů na vlastní kapitál
- Propočet WACC

### 2.6.1 Určení vah jednotlivých složek kapitálu

Nejdříve je nutné určit váhu vlastního a cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Do cizího kapitálu jsou však zahrnována pouze úročená pasiva (tzn., že se nezapočítávají např. závazky vůči dodavatelům). Aby nedocházelo ke zkreslení, měly by být váhy vlastního a cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu počítány na základě hodnot tržních, nikoli účetních (Mařík, 2011).

### 2.6.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou počítány jako vážený průměr z efektivních úrokových měr, které podnik platí za cizí kapitál (Mařík, Maříková, 2007).

Vzorec pro efektivní úrokovou míru na principu vnitřního výnosového procenta je následující:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d) + S_t}{(1+i)^t} \quad (2.23)^{23}$$

D – čistá částka peněz získaná výpůjčkou

$U_t$  – úrokové platby

d – sazba daně z příjmů

$S_t$  – splátka dluhu za dohodnutý časový interval

n – počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

i – hledaná úroková míra, která vyjadřuje výši efektivního úroku

---

<sup>23</sup> Mařík, Maříková (2007, str. 71)

V případě použití tohoto vzorce pro efektivní úrokovou míru, bude v obecném vzorci pro WACC vynecháno násobení cizího kapitálu výrazem  $(1 - \text{daň})$ , neboť při hledání efektivní míry jsou již náklady o daň očištěné (Mařík, Maříková, 2007).

Zjištění nákladů na leasing je založeno na stejném principu jako výpočet efektivní úrokové míry. Vnitřní výnosové procento leasingového kontraktu se vypočítá pomocí vzorce:

$$\text{Hodnota předmětu leasingu} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Leasingová platba}}{(1+i)^t} \quad (2.24)^{24}$$

### 2.6.3 Náklady na vlastní kapitál

*„Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku (Mařík, Maříková, 2007, str. 76).“*

Dle Maříka (2011) mezi základní metody zjišťování nákladů na vlastní kapitál patří:

- CAPM – model oceňování kapitálových aktiv
- Dividendový model – používá se pro ocenění akcií
- Určení diskontní míry na základě průměrné rentability
- Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu
- Stavebnicová metoda – je následně popsána podrobněji, neboť bude použita v praktické části této práce

#### Stavebnicová metoda

Principem stavebnicové metody je přičítání rizikových přírážek k bezrizikovému výnosu (ten je dán výnosností bezrizikových cenných papírů – tj. desetiletých státních dluhopisů). Tímto způsobem je pak zjištěna kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2011).

Stavebnicové metody jsou využívány při nedostatečně fungujícím kapitálovém trhu či při krátkodobém fungování tržní ekonomiky. Rizikové premie jsou odvozovány z účetních dat podniku. (Dluhošová, 2006).

---

<sup>24</sup> Mařík, Maříková (2007, str. 74)

Dle Maříka (2011) je postup tzv. komplexní stavebnicové metody následující:

- Určení konkrétních faktorů rizika podstatných pro oceňovaný podnik
- Ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory
- Transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku

Při určování faktorů rizika je vhodné použít členění na faktory obchodního rizika (obor podnikání a příslušný trh, konkurence, management, možné výrobní problémy, apod.) a faktory finančního rizika (ukazatele zadlužení, velikost pracovního kapitálu, apod.) (Mařík, 2011).

Po sestavení souboru faktorů významných pro daný podnik dochází k jejich rizikovému ohodnocení - nejlépe na stupnici 1 až 4, kde:

- 1 – nízké riziko
- 2 – přiměřené riziko
- 3 – zvýšené riziko
- 4 – vysoké riziko

Nakonec se stupně rizika převádí na velikost rizikové přírážky. Riziková přírážka i náklady vlastního kapitálu budou vyjádřeny jako násobek bezrizikové míry (Mařík, 2011).

#### 2.6.4 Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) lze obecně vypočítat dle vzorce:

$$WACC = n_{CK}(1 - d)\frac{CK}{K} + n_{VK(Z)}\frac{VK}{K} \quad (2.25)^{25}$$

$n_{CK}$  – náklady na cizí kapitál

$d$  – sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  – tržní hodnota cizího úročeného kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK(Z)}$  – náklady na vlastní kapitál při daném zadlužení podniku

$VK$  – tržní hodnota vlastního kapitálu

$K$  – celková tržní hodnota investovaného kapitálu, tj.  $K=VK+CK$

---

<sup>25</sup> Mařík (2011, str. 207)

## 2.7 Základní metody pro ocenění podniku

Ocenění podniku může být provedeno různými metodami. Jak je uvedeno v následující tabulce 2.1, mohou být použity metody výnosové, tržní či majetkové. Výnosové metody stanovují hodnotu na základě očekávaných výnosů daného podniku. Tržní metody vychází z dat kapitálového trhu nebo tržního porovnání. Principem majetkových metod je ocenění jednotlivých položek aktiv, závazků a dluhů, přičemž data o těchto položkách jsou získávána z účetní závěrky podniku.

Tab. 2.1 Přehled základních metod pro oceňování

|   |
|---|
| <b>1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)</li><li>• Metoda kapitalizovaných čistých výnosů</li><li>• Kombinované (korigované) výnosové metody</li><li>• Metoda ekonomické přidané hodnoty</li></ul>  |
| <b>2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Ocenění na základě tržní kapitalizace</li><li>• Ocenění na základě srovnatelných podniků</li><li>• Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu</li><li>• Ocenění na základě srovnatelných transakcí</li><li>• Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů</li></ul>      |
| <b>3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen</li><li>• Substanční hodnota na principu reprodukčních cen</li><li>• Substanční hodnota na principu úspory nákladů</li><li>• Likvidační hodnota</li><li>• Majetkové ocenění na principu tržních hodnot</li></ul> |

Zdroj: Mařík (2011, str. 37)

### 2.7.1 Výnosové metody

Pomocí těchto metod je hodnota podniku stanovena na základě očekávaných výnosů konkrétního podniku. Za výnosy je nejsprávnější považovat peněžní příjmy, které plynou z oceňovaného podniku jeho majiteli. Výnosy však mohou být v souvislosti s oceňováním chápány i jinak. A právě na základě pojetí těchto výnosů jsou rozlišovány jednotlivé výnosové metody oceňování podniku (Mařík, 2011).

Konkrétně mezi výnosové metody patří metoda diskontovaného peněžního toku (DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metody korigované (kombinují ocenění výnosové s majetkovým) a metoda přidané ekonomické hodnoty.

### 2.7.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní metodou výnosového oceňování. Její výpočet lze provést pomocí tří základních technik, přičemž smyslem všech těchto metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku (tj. vlastního kapitálu). Podstatou metody DCF je diskontování (převedení na současnou hodnotu) budoucích peněžních toků k určitému datu (Sabolovič, 2008).

*„Právě budoucí volný peněžní tok je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy (Dluhošová, 2006, str. 148).“*

Při aplikaci metody DCF je nejdříve potřeba vymezit budoucí peněžní toky (vhodné pro ocenění) a stanovit náklady kapitálu (kterými budou peněžní toky diskontovány), až poté je vypočítána hodnota danou oceňovací metodou (Dluhošová, 2006).

Dle Maříka (2011) se základní techniky zjišťování DCF liší podle způsobu výpočtu hodnoty vlastního kapitálu, a to následovně:

- Metoda entity – od hodnoty podniku jako celku (získanou diskontováním peněžních toků, které by byly k dispozici vlastníkům i věřitelům) je odečtena hodnota cizího kapitálu
- Metoda equity – jsou diskontovány peněžní toky, které jsou k dispozici jen vlastníkům podniku
- Metoda APV – od hodnoty podniku jako celku (získanou jako součet hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků) je odečten cizí kapitál

#### **Metoda DCF entity**

Principem metody DCF entity je stanovení hodnoty podniku jako celku ( $H_b$ , tj. hodnota brutto) pomocí diskontování peněžních toků, které by byly k dispozici vlastníkům i věřitelům. Od této celkové hodnoty podniku je pak odečtena hodnota cizího kapitálu a získána hodnota vlastního kapitálu ( $H_n$ , tj. hodnota netto). Diskontní míra pro metodu DCF entity je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) (Mařík, 2011).

Jak již bylo popsáno výše, nejdřív je potřeba stanovit peněžní toky. V případě metody DCF entity se vychází z tzv. volného peněžního toku (FCF), nikoli z položek běžného cash flow (provozní, investiční, finanční a celkový). Volné cash flow vyjadřuje, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Jde tedy o volné peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům. Jeho výpočet je znázorněn v následující tabulce 2.2 (Mařík, 2011).

Tab. 2.2 Výpočet FCFF (FCF to firm)

|  |
|--|
| <b>Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)</b>                                      |
| - Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem                       |
| + Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem                      |
| + Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku |
| - Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem                             |
| <b>= Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH<sub>D</sub>)</b>         |
| - Upravená daň z příjmů (KPVH <sub>D</sub> x daňová sazba)                               |
| <b>= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)</b>                       |
| + Odpisy   |
| + Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období          |
| <b>= Předběžný peněžní tok z provozu</b>   |
| - Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)                         |
| - Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)                          |
| <b>= Volný peněžní tok (FCFF)</b>  |

Zdroj: Mařík (2011, str. 170 a 174)

**Hodnota jako perpetuita** je vypočítána následovně:

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2.26)^{26}$$

FCFF – volné peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

Obvykle se však používá, tzv. **dvoufázová metoda**, kdy je budoucnost podniku rozdělena do dvou období – první fází je období, pro které je možné vypracovat prognózu FCF, druhá fáze pak končí v nekonečnu. Hodnota podniku v druhé fázi je označována jako pokračující hodnota (Mařík, 2011).

<sup>26</sup> Dluhošová (2006, str. 149)

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2.27)^{27}$$

T – délka první fáze v letech

PH – pokračující hodnota

$i_k$  – kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

**Pokračující hodnota (PH)** bývá počítána pomocí tzv. Gordnova vzorce. „*Pokračující hodnota představuje současnou hodnotu nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků ve druhé fázi (Mařík, 2011, str. 183).*“

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (2.28)^{28}$$

T – poslední rok prognózovaného období

$i_k$  – kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

g – předpokládané tempo růstu FCFF během celé druhé fáze (do nekonečna)

FCFF – volný peněžní tok do firmy

**Hodnota vlastního kapitálu** ( $H_n$ ) je pak vypočítána dle následujícího vzorce. Pokud v podniku existuje provozně nepotřebný majetek, musí být jeho tržní hodnota na konci připočítána (Mařík, 2011).

$$H_n = H_b - CK_0 \quad (2.29)^{29}$$

$H_b$  – hodnota brutto

$CK_0$  – cizí úročený kapitál k datu ocenění

### Metoda DCF equity

Metoda DCF equity se od metody entity liší především v tom, že jsou diskontovány peněžní toky, které jsou k dispozici jen vlastníkům podniku (FCFE). Proto je také rozdílná i diskontní míra, která je stanovena na úrovni nákladu vlastního kapitálu při daném zadlužení podniku ( $R_E$ ,  $n_{vk(z)}$ ). Výsledná hodnota vlastního kapitálu je tedy vyčíslena přímo (Mařík, 2011).

<sup>27</sup> Mařík (2011, str. 178)

<sup>28</sup> Mařík (2011, str. 183)

<sup>29</sup> Mařík (2011, str. 20)



Výpočet volných peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům, je uveden v následující tabulce 2.3.

Tab. 2.3 Výpočet FCFE (FCF to equity)

|  |
|--|
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)           |
| + Odpisy   |
| + Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů                |
| - Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného                 |
| - Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného                  |
| <b>= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj.entity)</b>                      |
| - Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok . (1 – daňová sazba) |
| - Splátky úročeného cizího kapitálu  |
| + Nově přijatý úročený cizí kapitál  |
| <b>= FCFE</b>  |

Zdroj: Mařík (2011, str. 205)

**Hodnotu podniku** jako perpetuitu lze vypočítat takto:

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (2.30)^{30}$$

FCFE – volný peněžní tok pro vlastníky podniku

$R_E$  – náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení podniku

### Metoda DCF APV

Pomocí metody DCF APV je oceňován celkový kapitál podniku. Finanční toky nezadlužené firmy ( $FCFE_U$ ) jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy ( $R_U$ ). Poté je přičtena současná hodnota daňového štítu (TS) diskontovaná náklady dluhu ( $R_D$ ) (Dluhošová, 2006).

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D} \quad (2.31)^{31}$$

Metoda APV je vhodná při zjišťování, jaký vliv má zadluženost podniku na jeho hodnotu (Dluhošová, 2006).

<sup>30</sup> Dluhošová (2006, str. 150)

<sup>31</sup> Dluhošová (2006, str. 150)

### **2.7.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Jedná se o metodu „netto“ (nebo též „equity“). Odhadovaná hodnota je počítána z výnosů jen pro držitele vlastního kapitálu. Dochází tedy k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011).

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů pochází z Německa, kde je kladen důraz na položky nacházející se v klasických účetních výkazech. Tato metoda využívá především prokazatelná minulá data (Sabolovič, 2008).

Další zvláštností metody kapitalizovaných čistých výnosů je počítání budoucích výnosů ve stálých cenách platných v období ocenění či předpoklad financování investic především odpisy (Mařík, 2011).

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů existuje ve dvou variantách, a to podle pojetí čistých výnosů. V první variantě jsou čisté výnosy určovány na základě peněžních toků (rozdíl mezi příjmy a výdaji). V druhé variantě jsou čisté výnosy odvozovány z upravených výsledků hospodaření (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) je postup metody kapitalizovaných čistých výnosů následující:

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty (analytickou či paušální metodou)

### **2.7.1.3 Kombinované (korigované) výnosové metody**

Tyto metody kombinují metody výnosové s majetkovými. Pomocí syntézy jejich výsledků pak dochází k výslednému ocenění (Kislingerová, 2001).

Mezi nejčastěji používané kombinované metody patří:

- Metoda střední hodnoty
- Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

### Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Metoda střední hodnoty je používána v případě, že výnosová a substanční metoda nejsou příliš odlišné (rozdíl 5-10%). Je důležité, aby u obou těchto metod byla použita pouze hodnota vlastního kapitálu. Pro výpočet výnosové hodnoty bývá pro tyto účely využívána metoda kapitalizovaných čistých výnosů (Mařík, 2011).

Hodnota podniku (H) pomocí metody střední hodnoty je vypočítána dle vzorce:

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2} \quad (2.32)^{32}$$

V – výnosová hodnota

S – substanční hodnota založená na reprodukčních cenách

$x_1, x_2$  – zvolené váhy veličin (substanční hodnota má v různých odvětvích jiný význam)

### Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

*„Metoda mimořádných čistých výnosů je variantou konceptu reziduálního zisku. Výchozí myšlenkou je, že podniku musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Hodnota podniku je charakterizována nematerializovaným rozdílem mezi výnosovou hodnotu a substanční hodnotou. Je to tedy jiné vyjádření goodwill (Sabolovič, 2008, str. 105).“*

Mimořádného zisku je dosaženo díky konkurenční výhodě, kterou je však časem vyrovnána. Proto je používána omezená doba trvání mimořádného čistého výnosu – většinou 2-5 let (Sabolovič, 2008).

Při použití této metody je hodnota podniku ( $H_n$ ) spočítána jako:

$$H_n = S_n + \sum \frac{\check{C}V_t - i_k \cdot S_n}{(1+i_{k2})^t} \quad (2.33)^{33}$$

$S_n$  – substanční hodnota

ČV celkový čistý výnos

$i_k$  – normální úročení

$i_{k2}$  – vyjadřuje vyšší úrokovou míru díky vyššímu riziku souvisejícím s mimořádným čistým výnosem

---

<sup>32</sup> Mařík (2011, str. 278)

<sup>33</sup> Mařík (2011, str. 280)

#### 2.7.1.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metoda ekonomické přidané hodnoty je ukazatelem výkonnosti, který překonává nedostatky ukazatelů založených na účetním výsledku hospodaření (především ukazatele rentability), které byly pro měření výkonnosti používány. EVA eliminuje možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku, zohledňuje časovou hodnotu peněz a riziko investorů (Mařík, 2011).

Základní myšlenkou ekonomické přidané hodnoty je rozlišení účetního a ekonomického zisku. Metoda ekonomické přidané hodnoty měří ekonomický zisk, kterého je dosaženo v případě, že jsou uhrazeny kromě běžných nákladů i náklady kapitálu – především vlastního (Mařík, 2005).

Dle Maříka (2005) lze ekonomickou přidanou hodnotu využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku.

#### Výpočet ukazatele EVA

*„Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího) (Mařík, 2011, str. 284).“*

Ekonomickou přidanou hodnotu lze obecně vypočítat jako

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC \quad (2.34)^{34}$$

NOPAT – zisk z operační činnosti podniku po dani

Capital – kapitál vázaný v aktivech, která jsou potřebná k hlavnímu provozu podniku, v rámci ekonomické přidané hodnoty je používán termín NOA (čistá operační aktiva)

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

Výsledek má pak následující význam:

- Je-li EVA kladná ( $EVA > 0$ ), pak byla vytvořena nová hodnota
- Je-li EVA záporná ( $EVA < 0$ ), pak došlo k úbytku hodnoty

#### NOA – čistá operační aktiva

Propočet čistých operačních aktiv vychází z rozvahy. Nejdříve je potřeba vyloučit z aktiv tzv. neoperační aktiva (tj. aktiva, která nejsou nezbytná pro výkon základní

---

<sup>34</sup> Mařík (2005, str. 13)

podnikatelské činnosti). Poté aktivovat položky, které nejsou účetně v aktivech vykazovány a nakonec snížit aktiva o neúročený cizí kapitál (Mařík, 2005)

Úprava rozvahy tedy může zahrnovat např. goodwill (v brutto hodnotě), přecenění majetku, hodnotu pronajatého majetku (leasing), apod. (Mařík, 2005).

### **NOPAT – operační výsledek hospodaření**

Jak již bylo zmíněno výše, NOPAT je ziskem z operační činnosti. Za operační činnosti jsou považovány takové podnikatelské činnosti, které jsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti.

Důležité je, aby do výpočtu NOPAT byly zařazeny náklady a výnosy související s aktivy, které patří do NOA (čistých operačních aktiv) a naopak (Mařík, 2005).

Úprava provozního výsledku hospodaření na operační výsledek hospodaření (NOPAT) je uvedena v následující tabulce 2.4.

Tab. 2.4 Úprava provozního výsledku hospodaření

|   |
|---|
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>                            |
| - provozní výnosy z neoperačního majetku                        |
| + finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA        |
| + provozní náklady na neoperační majetek                        |
| + odpisy goodwillu  |
| + původní náklady s investičním charakterem                     |
| - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů |
| + leasingová platba (původní náklad na leasing)                 |
| - odpisy majetku pronajatého na leasing                         |
| - neobvyklé zisky   |
| + neobvyklé ztráty  |
| Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv              |
| Úprava daní na úroveň NOPAT                                     |

Zdroj: Mařík (2005, str. 53)

Stejně jako u metody DCF, mohou být použity **různé metody EVA**, a to:

- Metoda entity (brutto)
- Metoda equity (netto)
- Metoda APV (upravená současná hodnota)

**Ocenění metodou EVA entity** probíhá ve dvou krocích. Nejdříve je nutné stanovit plánovanou roční výši ekonomické přidané hodnoty. Až poté je vypočtena hodnota vlastního kapitálu.

#### 1. Plánovaná roční EVA

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1} \quad (2.35)^{35}$$

#### 2. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA Entity

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (2.36)^{36}$$

$H_n$  – hodnota netto (hodnota vlastního kapitálu)

$EVA_t$  – EVA v roce  $t$

$NOA_0$  – čistá operační aktiva k datu ocenění

$NOA_{t-1}$  – čistá operační aktiva ke konci předchozího roku

$NOPAT_t$  – operační výsledek hospodaření po dani v roce  $t$

$T$  – počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$  – průměrné vážené náklady kapitálu

$CK_0$  – hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění

$A_0$  – ostatní (neoperační) aktiva k datu ocenění

### 2.7.2 Tržní metody

Jde o zjištění toho, za kolik se daný statek v určitém časovém období obvykle prodává. Předpokladem použití těchto metod je rozvinutý kapitálový trh, průhledné transakce s podniky a dostatek věrohodných dat. A právě průhlednost trhu a dostatek dat v našich podmínkách chybí (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) je metody založené na analýze trhu možné rozdělit na:

- Přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu
- Ocenění metodou tržního porovnání

<sup>35</sup> Mařík (2005, str. 73)

<sup>36</sup> Mařík (2005, str. 69)

### **2.7.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu (Ocenění na základě tržní kapitalizace)**

Tato metoda je využívána při ocenění akciové společnosti s běžně obchodovatelnými akciemi – je tedy známa tržní cena akcií. Tržní kapitalizace je vypočítána vynásobením počtu akcií s jejich aktuální cenou. Tržní hodnota podniku sice vychází z tržní kapitalizace, avšak má určité odlišnosti. Při tržní hodnotě podniku se vychází z průměrné ceny za poslední období, které je určené oceňovatelem (Mařík, 2011).

*„Druhou možnou příčinou odlišností je v obecné rovině vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze jednoznačně předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná. Zkušenosti z vyspělých trhů naznačují, že při koupi většího podílu akcií je cena vyšší oproti předcházejícímu stavu asi o 20-50 % (Mařík, 2011, str. 303).“*

### **2.7.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání**

Metody tržního porovnání jsou používány v případech, kdy akciová společnost běžně neobchoduje se svými akciemi nebo v případě, že se jedná o jinou společnost, než akciovou. Při aplikaci těchto metod je důležité, aby oceňované podniky byly porovnávány s co nejvíce srovnatelnými podniky. Tržní hodnota podniku je pak vyvozena z cen či tržních hodnot podobných podniků (Mařík, 2011).

Dle Maříka (2011) mezi metody tržního porovnání patří:

- Ocenění na základě srovnatelných podniků – u podobných podniků je známa cena jejich obchodovatelných akcií
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu – podíly podobných podniků byly oceňovány pro vstup na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí – je známa realizační cena podobného podniku, který byl předmětem transakce
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

### 2.7.3 Majetkové metody

Majetkové metody vychází z účetní závěrky konkrétního podniku. Principem je ocenění jednotlivých položek aktiv, závazků a dluhů. Od sumy oceněných aktiv jsou odečítány oceněné závazky a dluhy.

#### 2.7.3.1 Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Tato metoda ocenění vychází z účetní závěrky, kterou musí podnikatelské jednotky ročně sestavovat, a to dle zákona o účetnictví (Kislingerová, 2001).

Historické ceny vyjadřují, za kolik byla aktiva podniku doopravdy pořízena. Hodnota ocenění je díky účetnictví snadno prokazatelná. Mnohdy (především u dlouhodobého majetku) je však tato pořizovací cena rozdílná s reálnou hodnotou majetku k datu ocenění. Další nevýhodou je, že účetní aktiva většinou nezahrnují veškerá aktiva, která podnik má (např. nehmotný majetek). Proto má tato metoda ocenění nižší vypovídací schopnost. Účetní metoda hraje doplňkovou úlohu při ocenění, je základnou pro porovnání zjištěného ocenění jinou metodou (Mařík, 2011).

Hodnotu vlastního kapitálu (VK) dle účetní metody lze vyjádřit následujícím vzorcem:

$$\text{Hodnota VK} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů} \quad (2.37)^{37}$$

#### 2.7.3.2 Substanční metoda

Substanční metoda odstraňuje základní nedostatek metody účetní, a to zobrazení majetku v historických cenách, nikoli reálných hodnotách – tj. hodnota, která by byla spojena se znovupořízením majetku podniku v dané struktuře a opotřebení (Kislingerová, 2001).

Tato metoda také vychází z účetnictví (rozvahy), avšak oceňovatel musí nejdříve zjistit majetkovou podstatu podniku a poté znovu ocenit jednotlivé majetkové část (za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti), především složky dlouhodobého hmotného majetku. Od reprodukční pořizovací ceny aktiv jsou pak odečteny reálné závazky a dluhy k datu ocenění. Jde tedy o metodu poměrně pracnou, ale na druhou stranu také o metodu věrohodnou a lehce kontrolovatelnou (Kislingerová, 2001).

---

<sup>37</sup> Dluhošová (2006, str. 152)



Podstatou metody je aktualizovat pořizovací hodnoty. Výsledná hodnota pak vyjadřuje, kolik by stálo znovuvybudování stejného podniku (Kislingerová, 2001).

#### **2.7.3.3 Likvidační hodnota**

Metoda likvidační hodnoty je využívána za předpokladu neprosperujícího podniku. Likvidační hodnota vyjadřuje množství peněžních prostředků, které jsou získány prodejem jednotlivých částí majetku podniku. Předpokládané příjmy z prodeje majetku podniku jsou sníženy o splacení závazků podniku a odměnu likvidátora. Likvidační hodnota je spodní hranicí hodnoty podniku (Kislingerová, 2001).

#### **2.7.3.4 Majetkové ocenění na principu tržních hodnot**

Jednotlivé položky majetku podniku jsou oceněny jejich tržními hodnotami. Od sumy těchto tržně oceněných položek jsou následně odečteny závazky podniku a tím je získána hodnota vlastního kapitálu (Mařík, 2011).

Dle Maříka bývá tato metoda využívána pro oceňování investičních společností a podniků holdingového typu. Hlavní aktivitou těchto společností je držba aktiv (realitních, finančních).

### 3 CHARAKTERISTIKA PODNIKU

Tato kapitola je věnována charakteristice softwarové společnosti XYZ, s.r.o. se sídlem ve Frýdku-Místku a je zaměřena především na její historii, předmět podnikání, popis produktů společnosti, tržby podniku a konkurenci. Daná společnost si nepřeje být zveřejňována, proto místo názvu společnosti bude použito XYZ, hlavní produkty budou označeny jako X a Y.

#### 3.1 Historie společnosti

*„Společnost XYZ s.r.o. založili v roce 1995 dva společníci, a to na základě jejich předchozího podnikání ve společném sdružení. Na společnost bylo převedeno provozování produktu X, který byl vyvinut výše uvedeným sdružením. V roce 1996 byl celý systém a přístup k němu převeden na internet. V roce 1998 firma začala s prodejem druhého produktu, který společnost nyní provozuje pod jménem Y. Od roku 2002 vydává společnost časopis Y Speciál (Vostárková, 2011, str. 26).“*

V následujících letech se společnost snažila proniknout s produktem Y i do zahraničí, a to konkrétně do Polska, Německa a na Slovensko. Na těchto trzích však produkt Y nebyl tak úspěšný, jak se předpokládalo, proto byl postupně z těchto regionů stažen. Společnost se snažila rozšířit své aktivity také do jiných oblastí - např. do reality produktem Y Reality, nebo do vydávání regionálního týdeníku Y Region. Postupně však tyto aktivity opustila (Vostárková, 2011).

#### 3.2 Předmět podnikání

Hlavní činností vybraného podniku je zveřejňování inzerce motorových vozidel a materiálů pro průmyslové podniky na svých internetových serverech.

Předmět podnikání dle Obchodního rejstříku

- Koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
- Zprostředkování obchodu, služeb, zakázek a reklamy
- Zprostředkování obchodu
- Poskytování software
- Výroba reklamy
- Vydávání periodického a neperiodického tisku

### 3.3 Popis produktů

- **Produkt X**

Tento produkt slouží k obchodování mezi výrobními průmyslovými podniky a obchodními firmami, zejména v oboru strojírenství. Jde o systém, v němž jsou kumulovány nabídky zboží zasílané jednotlivými uživateli. Tyto souhrnné údaje jsou pak volně přístupné všem platícím uživatelům. Systém X je uživatelům prodáván v základní výši za 11 800 Kč, přičemž jde o roční paušální poplatek (Vostárková, 2011).

Systém X je provozován na internetu a v současné době umožňuje nabízet zejména stroje a nástroje, spojovací materiály, svařovací materiály, armatury, dále pak řetězy a lana, hutní materiály, ložiska vč. příslušenství, elektromateriály a stavební materiály. (Vostárková, 2011)

Výše uvedená databáze nabízených materiálů a strojů tvoří základ, který je doplněn o další inzerci poptávek, výprodejů a kooperací.

- **Produkt Y**

Produkt Y je motoristický internetový server, na němž inzerují autobazary a autosalóny svá vozidla k prodeji. Inzerce vozidel je na serveru zpoplatněna a profesionálním prodejcům je tato služba prodávána za roční paušální poplatek, jehož základní výše činí 23 300 Kč. Dané autobazary a autosalóny mají na svých PC nainstalovaný program Y, který slouží k off-line zapisování jejich nabídek a odesílání této inzerce ke zveřejnění na serveru. (Vostárková, 2011).

Na daných internetových stránkách mohou svá vozidla inzerovat také soukromé osoby. Jednorázová inzerce automobilu je pak zpoplatněna částkou 562 Kč na měsíc. Inzerovaná vozidla se objeví také v časopisu Y Speciál, který podnik vydává.

Pro kupující, tedy návštěvníky daného serveru, kteří sem přicházejí hledat vozidlo ke koupi, je přístup k informacím na serveru volný. Pro návštěvníky je server doplněn o motoristický magazín, jehož články, testy a diskuse jsou zaměřeny zejména na problematiku koupě a provozování ojetých vozidel.

- **Y Speciál**

*„Jde o celobarevný měsíčník, jehož jediným obsahem je výběr inzerovaných vozidel ze serveru Y. Každý inzerát je tvořen fotografií vozidla, základním popisem*

a kontaktem na prodejce. Inzeráty jsou přehledně tříděny podle značek a modelů (Vostárková, 2011, str. 27).“

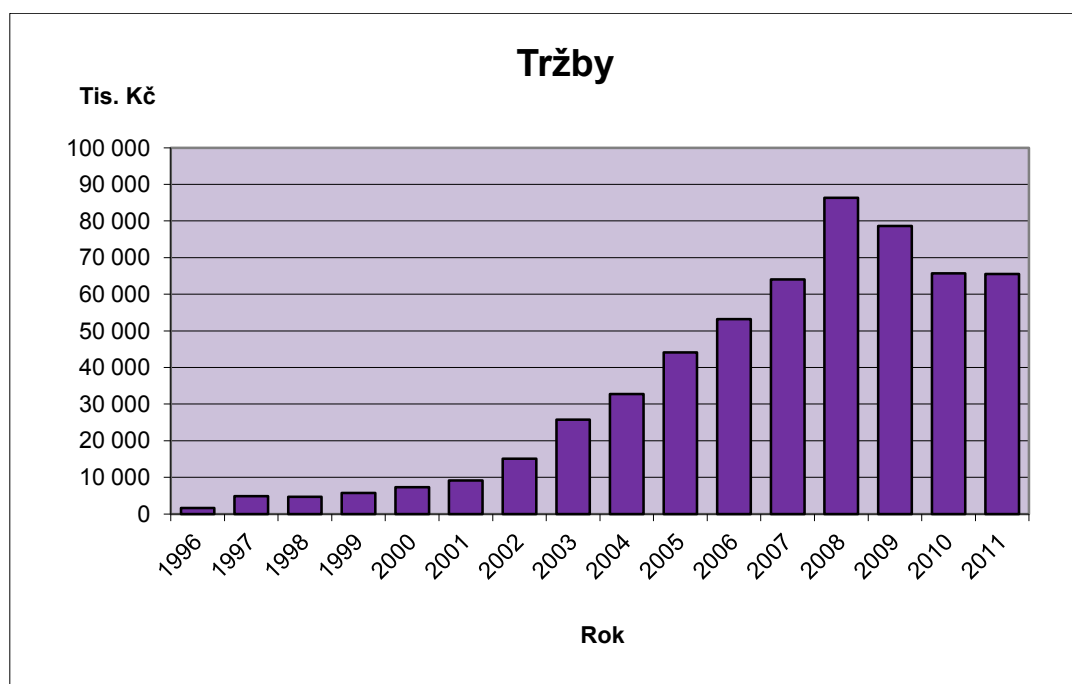
- **3D prezentace vozidel**

Společnost provozuje dva ateliéry vybavené točnami umožňujícími vytvářet 3D prezentace vozidel za účelem použití těchto prezentací u zveřejněných inzerátů na internetu. Jedno pracoviště je umístěno v Praze a druhé ve Sviadnově. Využívat tuto službu mohou jak profesionální, tak soukromí prodejci. Vytvořené prezentace mohou být využity na serveru Y, ale i na jiných internetových stránkách. Tato služba je provozována prozatím ve zkušebním režimu, a proto je využívání této služby v současné době bezplatné.

### 3.4 Tržby společnosti

Tržby za produkty X a Y celkem jsou uvedeny v následujícím grafu 3.1.

Graf 3.1 Vývoj tržeb společnosti



Zdroj: vlastní zpracování

„Z grafu č. 3.1 lze vyčíst, že tržby společnosti, díky produktu Y, plynule a strmě rostly až do doby krize, která do tohoto oboru dorazila s jednoročním zpožděním (2009). Růst Y byl zapříčiněn kromě kvality samotného produktu také způsobem prodeje přes

*obchodní zástupce a velkými prostředky investovanými do reklamy. Tržby systému X již několik let více méně stagnují ve výši přibližně 4 mil. Kč (Vostárková, 2011, str. 28).“*

Tržby podniku za rok 2012, nejsou zatím k dispozici, neboť účetní závěrka za tento rok je zpracovávána až k červnu 2013 (podnik má daňového poradce). Dle předběžných informací by však měly být tržby za rok 2012 o něco málo vyšší než v roce 2011. Objevují se náznaky oživení trhu a předpokládá se mírný růst tržeb i v dalších letech.

V současné době jsou pro firmu rozhodující tržby z produktu Y, které tvoří zhruba 95 % celkových tržeb podniku. Zbývajících 5 % tvoří tržby z produktu X. Tuto skutečnost znázorňuje následující graf č. 3.2 (Vostárková, 2011).

Graf 3.2 Podíl produktů na tržbách společnosti



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.5 Zaměstnanci

V současné době společnost XYZ s.r.o. zaměstnává 24 osob, a to 2 majitele a 22 zaměstnanců. Produkty X i Y jsou prodávány prostřednictvím 12 obchodních zástupců, kteří svou činnost vykonávají na základě živnostenského oprávnění. Zaměstnanost ve firmě nebyla krizí ovlivněna, na rozdíl od tržeb, které po příchodu krize výrazně klesly (Vostárková, 2011).

### 3.6 Konkurence

Hlavní konkurencí vybraného podniku jsou firmy provozující inzertní auto-moto servery. Vyplývá to ze struktury tržeb, kdy tržby za produkt X, stejně jako tržby za doplňkové produkty k Y (např. časopis), tvoří jen malou část oproti tržbám za inzerci a reklamu na serveru Y.com.

Mezi hlavní konkurenty serveru Y.com patří:

- Sauto.cz - spadá pod Seznam.cz, a.s. (provozuje i servery seznam.cz, sreality.cz, zbozi.cz, mapy.cz, ...)
- Cars.cz společně se serverem Automix.cz patří firmě Centrum Holdings s.r.o. (provozuje i servery centrum.cz, atlas.cz, aktualne.cz, ...)
- Otomoto.cz (spadá pod Allegro Group CZ s.r.o. provozující i aukro.cz, heureka.cz, ...)

Jelikož provozování inzertních auto-moto serverů není pro výše uvedené hlavní konkurenční firmy rozhodujícím produktem, nelze dohledat potřebná účetní data týkající se pouze konkurenční činnosti a následně provést ekonomické porovnání.

Srovnání s konkurenčními produkty lze ale provést pomocí jiných ukazatelů, jako návštěvnost těchto serverů, počty inzerujících prodejců, počty inzerátů nebo prodejních cen. Právě z těchto srovnání vyplývá výše uvedená hlavní konkurence pro Y.com, tedy servery Sauto.cz, Cars.cz a Otomoto.cz. Další, již menší servery jako je yauto.cz, autobazar.cz a spousta dalších, mají ve všech uvedených ukazatelích odstup.

Z údajů na oficiálním zdroji pro měření návštěvnosti serverů českého internetu [www.netmonitor.cz](http://www.netmonitor.cz) (březen 2013) vyplývá, že server Sauto.cz dosahuje oproti Y.com vyšší návštěvnosti. Přesto jsou tyto servery srovnatelné z hlediska počtu inzerujících firem a počtu inzerátů a autobazary na serveru Y.com dosahují prodejů jako na Sauto.cz. Důvodem toho je lepší účinnost inzerce na serveru Y.com, která je výsledkem vybudovaného postavení na českém trhu spojené s širokým povědomím o značce jak mezi prodejci, tak mezi veřejností kupující vozidla. Společnost si také cílevědomě buduje vztahy s prodejci vozidel prostřednictvím osobních kontaktů obchodních zástupců, vstřícné hot-line a poskytováním dodatkových služeb.

Dle vyjádření společnosti nejsou nyní znatelné trendy nebo skutečnosti, které by v nejbližších letech měly vést k podstatným změnám rozložení poměrů sil mezi uvedenou konkurencí.

## 4 APLIKACE ZVOLENÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ NA VYBRANÝ PODNIK

V této kapitole bude nejdříve provedena strategická analýza (analýza makroprostředí a mikroprostředí podniku) a finanční analýza pomocí poměrových ukazatelů – likvidity, rentability, finanční stability a zadluženosti a aktivity. Poté dojde k rozdělení aktiv podniku na provozně nutná/nenutná a sestavení finančního plánu podniku pro roky 2012 – 2015. Nakonec bude podnik oceněn vybranými metodami, a to:

- Metodou účetní hodnoty
- Metodou diskontovaného cash flow (DCF Entity)
- Ekonomickou přidanou hodnotou (EVA)

### 4.1 Strategická analýza

Strategická analýza zahrnuje analýzu makroprostředí a mikroprostředí podniku. V rámci makroprostředí jsou analyzovány základní makroekonomické ukazatele mající vliv na sledovaný podnik, a to za roky 2007-2012. Analýza mikroprostředí se zabývá charakteristikou konkrétního odvětví a prognózou jeho vývoje.

#### 4.1.1 Analýza makroprostředí

Makroprostředí, ve kterém podniku funguje, ovlivňuje jeho výkonnost. Proto je vhodné jej analyzovat. Na společnost XYZ s.r.o. mají vliv především následující ukazatele – tempo růstu HDP, míra inflace, daň z příjmu právnických osob a míra nezaměstnanosti. Tyto ukazatele jsou analyzovány za roky 2007 – 2012 a naznačeny jejich predikce v následujících letech.

#### Hrubý domácí produkt (HDP)

Tab. 4.1 Vývoj hrubého domácího produktu v letech 2007-2012

|            | 2007  | 2008  | 2009   | 2010  | 2011  | 2012   |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| <b>HDP</b> | 5,7 % | 3,1 % | -4,5 % | 2,5 % | 1,9 % | -1,2 % |

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

Hrubým domácím produktem se rozumí soubor statků a služeb nově vytvořených v daném časovém období na určitém území, vyjádřený v peněžních jednotkách. HDP slouží pro stanovení výkonnosti ekonomiky. V průběhu roku 2008 docházelo k postupnému snižování tempa růstu HDP, zlomový byl však 4. kvartál vlivem příchodu hospodářské krize. V následujícím roku 2009 vstoupila česká ekonomika do recese, kdy došlo k poklesu HDP až o 4,5 %. V letech 2010 a 2011 bylo tempo růstu HDP kladné. V roce 2012 se však česká ekonomika nacházela opět v mírné recesi, dle predikce Ministerstva financí ČR by však v následujících letech mělo docházet k pomalému ožívování ekonomické aktivity. Konkrétně se v roce 2013 předpovídá tempo růstu HDP ve výši 0,1 % a v roce 2014 pak výraznější růst o 1,4 %.

### Míra inflace

Tab. 4.2 Vývoj míry inflace v letech 2007-2012

|                     | 2007  | 2008 | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Míra inflace</b> | 2,8 % | 6,3% | 1,0 % | 1,5 % | 1,9 % | 3,3 % |

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

Inflací se rozumí růst cenové hladiny v čase. Míra inflace je měřena pomocí přírůstku indexu spotřebitelských cen. Vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny daného roku proti průměrné cenové hladině roku předchozího. Jak lze vidět v tabulce 4.2, nejvyšší míra inflace (za sledované období 2007-2012) 6,3 % byla zaznamenána v roce 2008. Příčinou bylo působení více faktorů, např. zvýšení sazby DPH z 5 na 9 %, zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví, zvýšení cen energií a regulovaného nájemného. Druhá nejvyšší míra inflace ve sledovaném období je 3,3 % v roce 2012, která byla zapříčiněna především růstem cen energií, vodného a nájemného.

Dle Ministerstva financí ČR je pro rok 2013 předpovídána míra inflace 2,1 % a pro rok 2014 je predikována míra inflace ve výši 1,8 %. Mělo by tedy docházet k postupnému snižování míry inflace.

### Daň z příjmu právnických osob (DPPO)

Tab. 4.3 Vývoj daně z příjmu právnických osob v letech 2007-2012

|             | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>DPPO</b> | 24 % | 21 % | 20 % | 19 % | 19 % | 19%  |

Zdroj: vlastní zpracování



Rozhodování o výši daně z příjmu právnických osob je předmětem fiskální politiky státu. Změny sazeb DPPO ovlivňují disponibilní důchod investorů. Jak lze vidět v tabulce 4.3, dochází ve sledovaném období (2007-2012) k postupnému snižování sazby daně z příjmu právnických osob. Právnické osoby odvádějí méně procent z vytvořeného zisku do státního rozpočtu. Jde tedy o pozitivní vývoj pro právnické osoby podnikající v České republice.

### Míra nezaměstnanosti

Tab. 4.4 Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v letech 2007- 2012

|                       | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Nezaměstnanost</b> | 5,3  | 4,4  | 6,7  | 7,3  | 6,7  | 7,1  |

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

Obecná míra nezaměstnanosti je počítána jako podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Jak lze vidět v tabulce 4.4, míra nezaměstnanosti má za sledované období rostoucí trend. Dle názorů analytiků a ekonomů, které jsou pravidelně zveřejňovány v médiích, se dá očekávat další růst nezaměstnanosti i v roce 2013.

#### 4.1.2 Analýza mikroprostředí

Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE spadá vybraná společnost do sekce M – Profesní, vědecké a technické činnosti. Konkrétně je její hlavní činnost zařazena do 73.1 Reklamní činnosti.

Českým statistickým úřadem jsou zveřejňovány údaje o tržbách v jednotlivých odvětvích. Ve skupině reklamy a průzkumu trhu jsou tyto meziroční změny tržeb většinou záporné. V roce 2009 byl pokles tržeb v této skupině 19,0 % a v roce 2011 pokles činil 10,2 %. V roce 2012 došlo k poklesu tržeb 1,5 %, přičemž ve 4. čtvrtletí 2012 již došlo k nárůstu tržeb o 0,6 %. Lze tedy usoudit, že dle trendu vývoje těchto tržeb by v roce 2013 mohlo dojít ke kladným hodnotám meziročních změn, tedy k růstu tržeb ve skupině reklamy a průzkumu trhu.

Zkoumaná společnost se zabývá poskytováním internetové reklamy, proto jsou pro její hospodářské výsledky rozhodující trendy tohoto užšího segmentu (nejsou ovlivňovány např. poklesem televizní nebo reklamy v tisku). Segment internetové reklamy stále roste, za rok 2012 je uváděn růst o jednu čtvrtinu (11 miliard Kč) a i pro další roky je předpokládán jeho nárůst pramenící mimo jiné i z očekávaného rozvoje mobilního internetu.

Tržby firmy jsou v rozhodující míře tvořeny platbami od prodejců vozidel (autobazary a autosalony) a proto tedy jsou ve značné míře ovlivňovány tím, jak se daří prodejcům aut. Jejich tržby jsou závislé zejména na velikosti poptávky po ojetých vozidlech (ta je zase dána celkovou hospodářskou situací v republice, ochotou lidí nakupovat, možnostmi a podmínkami financování nákupu vozidel, ...) a dosahovanými maržemi obchodníků (závisí na konkurenci v oboru, trendech v cenách ojetých vozidel, ...). Trh s ojetými vozidly byl citelně zasažený hospodářskou krizí (mnoho autobazarů zkrachovalo, došlo ke snížení prodejních marží), pro následující roky je už ale předpokládán jeho pozvolný růst.

Hospodářské výsledky firmy jsou ovlivňovány také bezprostřední konkurencí, a to např. v oblasti tvorby cen nebo v potřebném objemu prostředků vkládaných do vlastní reklamy. Stav konkurence byl popsán výše v kapitole 3.6.

Celkově firma očekává pro následující roky v souladu s výše uvedenými skutečnostmi pozvolný růst svých tržeb.

## **4.2 Finanční analýza**

Finanční analýza slouží především pro hodnocení finančního zdraví podniku. Data získaná finanční analýzou mohou sloužit jako podklad pro plánování účetních výkazů.

Výpočty finanční analýzy vychází z účetních výkazů – rozvahy a výkazu zisku a ztráty, které jsou přílohou č. 1 a 2 této práce. Na základě těchto dat bude provedena analýza poměrových ukazatelů – likvidity, rentability, finanční stability a zadluženosti a aktivity. Konkrétní výpočty ukazatelů finanční analýzy jsou uvedeny v příloze č. 3 této práce.

### **Ukazatele likvidity**

Jak již bylo zmíněno v teoretické části, likviditou podniku se rozumí schopnost podniku hradit své platební závazky včas. Při výpočtu těchto ukazatelů jsou poměřovány různé úrovně oběžných aktiv s krátkodobými závazky. Vývoj ukazatelů likvidity vybrané společnosti jsou uvedeny v následující tabulce 4.5.

Tab. 4.5 Ukazatele likvidity

| UKAZATELE LIKVIDITY | Vzorec | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011  |
|---------------------|--------|------|------|------|------|-------|
| Okamžitá likvidita  | (2.4)  | 1,72 | 2,63 | 5,00 | 2,67 | 14,67 |
| Pohotová likvidita  | (2.5)  | 2,52 | 3,02 | 5,82 | 3,29 | 15,83 |
| Běžná likvidita     | (2.6)  | 2,56 | 3,04 | 5,87 | 3,31 | 15,98 |

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel **okamžité likvidity** by měl dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu dosahovat min. 0,2. Hodnoty tohoto ukazatele daného podniku jsou ve všech letech mnohonásobně větší. Výrazný skok ukazatele v roce 2011 je způsoben především nárůstem peněžních prostředků na běžném účtu. Lze konstatovat, že společnost disponuje mnohem větším množstvím pohotových platebních prostředků, než je nutné k zajištění okamžité úhradě svých krátkodobých závazků.

Dle Růčkové (2010) by se hodnota ukazatele **pohotové likvidity** měla pohybovat v intervalu 1,0-1,5. Vyšší hodnoty ukazatele, jak je tomu v případě vybrané společnosti, značí neproduktivní využívání vložených prostředků do podnikání.

Doporučovaná hodnoty **běžné likvidity** je 1,5 – 2,5. V případě daného podniku jsou hodnoty vyšší s rostoucí tendencí, roste tedy i pravděpodobnost zachování platební schopnosti podniku.

Vzhledem k tomu, že veškeré doporučené hodnoty a intervaly jsou překračovány, lze obecně shrnout, že finanční prostředky podniku jsou neefektivně vázány v oběžných aktivech.

### Ukazatele rentability

Rentabilita vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje. Obecně platí, že ukazatele rentability by měly mít rostoucí charakter. Vývoj těchto ukazatelů vybrané společnosti je znázorněn v následující tabulce 4.6.

Tab. 4.6 Ukazatele rentability

| UKAZATELE RENTABILITY                | Vzorec | 2007   | 2008   | 2009  | 2010   | 2011  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Rentabilita aktiv (ROA)              | (2.7)  | 30,0%  | 51,8%  | 47,6% | 46,9%  | 47,0% |
| Rentabilita dl. inv. kapitálu (ROCE) | (2.8)  | 140,4% | 133,6% | 82,0% | 122,5% | 72,7% |
| Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) | (2.9)  | 97,8%  | 102,8% | 64,9% | 99,0%  | 59,0% |
| Rentabilita tržeb (ROS)              | (2.10) | 13,4%  | 28,3%  | 31,2% | 28,6%  | 36,7% |
| Rentabilita nákladů (ROC)            | (2.11) | 16,5%  | 44,2%  | 49,8% | 43,3%  | 66,3% |

Zdroj: vlastní zpracování

**Rentabilita aktiv (ROA)** vyjadřuje v procentech, kolik Kč zisku před úroky a zdaněním připadá na 1 Kč aktiv. ROA je nejdůležitějším ukazatelem rentability. Měří výnosnost vloženého kapitálu, a to vlastního i cizího. V případě vybrané společnosti jsou hodnoty tohoto ukazatele poměrně stabilní, bez větších výkyvů.

**Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE)** měří efektivnost vloženého kapitálu. Tento ukazatel dosahuje u vybraného podniku vysokých hodnot, až na výkyvy v roce 2009 a 2011, které jsou způsobeny především nárůstem vlastního kapitálu – konkrétně položky výsledku hospodaření minulých let.

**Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)** vyjadřuje výnosnost vlastních zdrojů. I tento ukazatel vykazuje u daného podniku vysokých hodnot. Avšak stejně jako u předchozího ukazatele došlo k výkyvům v letech 2009 a 2011, a to z téhož důvodu.

**Rentabilita tržeb (ROS)** vyjadřuje v procentech množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. U vybraného podniku vykazují hodnoty tohoto ukazatele rostoucí trend s mírným výkyvem v roce 2010 díky nižšímu výsledku hospodaření po zdanění. Tento vývoj je tedy žádoucí.

**Rentabilita nákladů (ROC)** vyjadřuje v procentech, kolik Kč čistého zisku získá podnik vložením 1 Kč nákladů. I tento ukazatel vykazuje rostoucí trend s mírným výkyvem v roce 2010 zapříčiněným nižším výsledkem hospodaření po zdanění. Tento vývoj je tedy žádoucí.

Přestože vybraný podnik dosahuje dobrých výsledků v oblasti rentability, mohou být tyto výsledky ještě lepší. Rentabilita je totiž ovlivňována likviditou. Jak bylo zjištěno výše, daný podnik má příliš velkou likviditu, která snižuje rentabilitu – protože finanční prostředky nejsou využívány pro výnosnější formy aktiv. Proto by bylo vhodné najít pro přebytečné peněžní prostředky výnosnější variantu uložení či investování.

### **Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Tyto ukazatele poměřují aktiva se zdroji jejich krytí, či zkoumají vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování. Výsledky vybraných ukazatelů daného podniku jsou zobrazeny v následující tabulce 4.7.

Tab. 4.7 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

| UKAZATELE FINANČNÍ STABILITY A ZADLUŽENOSTI | Vzorec | 2007   | 2008  | 2009   | 2010   | 2011   |
|---|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Podíl vlastního kapitálu na aktivech        | (2.12) | 21,4%  | 38,8% | 58,0%  | 38,3%  | 64,5%  |
| Majetkový koeficient                        | (2.13) | 4,68   | 2,58  | 1,72   | 2,61   | 1,55   |
| Stupeň krytí stálých aktiv                  | (2.14) | 50,8%  | 90,3% | 118,7% | 131,6% | 299,9% |
| Ukazatel celkové zadluženosti               | (2.15) | 22,0%  | 18,1% | 8,5%   | 21,2%  | 5,0%   |
| Ukazatel zadluženosti vl. kapitálu          | (2.16) | 103,0% | 46,7% | 14,6%  | 55,4%  | 7,7%   |

Zdroj: vlastní zpracování

**Podíl vlastního kapitálu na aktivech** vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen financovat aktiva vlastním kapitálem. Ve vybrané společnosti má tento ukazatel rostoucí trend, což je příznivý jev, neboť dochází k upevňování finanční stability podniku. Pouze v roce 2010 došlo k mírnému výkyvu, který byl zapříčiněn poklesem vlastního kapitálu, především výsledku hospodaření minulých let (který byl vyplacen) a výsledku hospodaření běžného účetního období.

**Majetkový koeficient** vyjadřuje podíl celkových aktiv na vlastním kapitálu. Ve vybrané společnosti má tento ukazatel klesající trend, až na výkyv v roce 2010. Tento klesající trend je zapříčiněn především růstem vlastního kapitálu. Důvodem výkyvu v roce 2010 bylo vyplacení nerozděleného zisku minulých let, čímž dočasně klesla hodnota vlastního kapitálu.

Hodnota ukazatele **stupně krytí stálých aktiv** by měla činit minimálně 100%, neboť veškerá stálá aktiva by měla být financována dlouhodobým kapitálem. V případě vybraného podniku lze sledovat výrazný růst tohoto ukazatele, a to až na hodnotu 300 %. Znamená to, že dlouhodobým kapitálem je kryt i oběžný majetek - jde o překapitalizovanou společnost. Dochází sice ke zvýšení stability podniku, ale zároveň ke snížení efektivnosti podnikání.

**Ukazatel celkové zadluženosti** vyjadřuje podíl věřitelů na celkovém kapitálu společnosti. Hodnoty tohoto ukazatele daného podniku jsou poměrně stabilní, až na výkyvy v roce 2009 a 2011, kdy došlo k výraznějším poklesům cizích zdrojů. Sledovaný podnik nemá žádné úvěry, zadluženost je tvořena převážně krátkodobými závazky.

**Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu** vyjadřuje v procentech, kolik Kč cizího kapitálu připadá na 1 Kč kapitálu vlastního. Dle Dluhošové (2006) by se měla hodnota tohoto ukazatele pohybovat v intervalu 80-120 %. V případě sledovaného podniku jsou hodnoty

ukazatele mnohem nižší (až na rok 2007, kdy je vlastní a cizí kapitál téměř ve stejné výši), neboť vlastní kapitál je několikanásobně větší než kapitál cizí.

Vzhledem k tomu, že sledovaný podnik nevyužívá bankovní úvěry, nebyl počítán ukazatel úrokového krytí (vzorec 2.17) zmíněný v teoretické části této práce.

### Ukazatele aktivity

Jedná se o ukazatele relativní vázanosti kapitálu v aktivech. Pokud jsou aktiva větší, než je účelné, vznikají podniku zbytečné náklady. Výsledky ukazatelů aktivity vybraného podniku jsou zobrazeny v následující tabulce 4.8.

Tab. 4.8 Ukazatele aktivity

| UKAZATELE AKTIVITY      | Vzorec | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Obrátka celkových aktiv | (2.18) | 1,56   | 1,41   | 1,21   | 1,32   | 1,04   |
| Doba obratu aktiv       | (2.19) | 231,01 | 255,18 | 298,70 | 271,72 | 347,13 |
| Doba obratu pohledávek  | (2.21) | 40,83  | 18,11  | 20,67  | 34,88  | 19,18  |
| Doba obratu závazků     | (2.22) | 50,90  | 46,20  | 25,34  | 57,57  | 16,96  |

Zdroj: vlastní zpracování

**Obrátka celkových aktiv** vyjadřuje, kolikrát se daná složka aktiv přemění v peněžní prostředky za určitý časový interval (rok). Obecně platí, že by ukazatel obrátky celkových aktiv měl mít rostoucí charakter. U vybraného podniku však lze sledovat klesající trend, neboť po roce 2008 (hospodářská krize) dochází k postupnému snižování tržeb.

**Doba obratu aktiv** vyjadřuje, za kolik dní se obrátí celková aktiva ve vztahu k tržbám. Příznivá je co nejkratší doba obratu aktiv. U dané společnosti však má tento ukazatel rostoucí charakter, který také souvisí s poklesem tržeb po roce 2008.

**Pravidlo solventnosti** říká, že doba obratu závazků (za kolik dní jsou průměrně splaceny přijaté faktury) by měla být delší, než doba obratu pohledávek (za kolik dní jsou průměrně splaceny vydané faktury). Toto pravidlo daná společnost splňuje v období roku 2007-2010. V roce 2011 je doba obratu pohledávek větší, než doba obratu závazků. Solventnost podniku však nebyla narušena, neboť společnost disponuje dostatečnými peněžními prostředky.

Při výpočtu dob obrátů pohledávek a závazků bylo vycházeno z položek krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků.

Vzhledem k tomu, že společnost XYZ s.r.o. je společností softwarovou, nikoli výrobní, není potřebné sledovat ukazatel doby obratu zásob zmíněný v teoretické části

této práce. Zásoby tvoří nepatrnou část aktiv, jejich obsahem jsou především kancelářské potřeby a reklamní předměty.

### **4.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná**

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je využíváno především při oceňování výnosovými metodami. Provozně nutnými aktivy se rozumí aktiva nezbytná pro základní podnikatelskou aktivitu.

#### **Provozně nepotřebným majetkem v podniku je:**

a) Dlouhodobý finanční majetek podniku v plné výši, který se skládá z těchto položek:

- Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly
- Půjčky a úvěry – ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv
- Jiný dlouhodobý finanční majetek

b) Některé položky krátkodobých pohledávek, a to:

- Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení

c) Některé položky krátkodobého finančního majetku, a to:

- Peněžní prostředky (peníze a účty v bankách), které přesahují provozně nutnou část
- Krátkodobé cenné papíry a podíly

#### **Provozně nutná aktiva podniku**

Zbylé položky aktiv jsou považovány za provozně nutné. Peněžní prostředky jsou však provozně nutnými pouze do určité výše. Tato hranice byla stanovena ukazatelem okamžité likvidity, která by měla dosahovat minimálně hodnoty 0,2. Ve finanční analýze (viz. výše) byla okamžitá likvidita počítána z pohotových platebních prostředků (pohotové PP), které zahrnují peníze v pokladně, peníze na běžném účtu a krátkodobé cenné papíry a podíly. Krátkodobé cenné papíry a podíly jsou však provozně nenutným aktivem, a proto by měly být vyloučeny také ze vzorce okamžité likvidity. Hodnoty původní okamžité likvidity a okamžité likvidity počítané z peněz v pokladně a na běžném účtu jsou uvedeny v tabulce 4.9.

Za rok 2007 je k dispozici pouze rozvaha ve zjednodušeném rozsahu, proto nebylo možné zjistit podrobnější členění daných částek (v tomto případě jaká částka krátkodobého finančního majetku připadá na peněžní prostředky a jaká částka připadá na krátkodobé cenné papíry a podíly).

Tab. 4.9 Okamžitá likvidita

|   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011  |
|---|------|------|------|------|-------|
| Okamžitá likvidita (pohotové PP/krátkodobé závazky)   | 1,72 | 2,63 | 5,00 | 2,67 | 14,67 |
| Okamžitá likvidita (peněžní prostředky / kr. závazky) | x    | 1,72 | 2,98 | 1,56 | 10,69 |

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce 4.10 je uveden výpočet provozně nutných peněžních prostředků, přičemž kritériem byla hodnota ukazatele okamžité likvidity minimálně 0,2.

Tab. 4.10 Výpočet provozně nutných peněžních prostředků (v tis. Kč)

|   | 2007  | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|---|-------|--------|--------|--------|--------|
| Krátkodobé závazky  | 9 056 | 11 079 | 5 537  | 10 510 | 3 088  |
| Peněžní prostředky (pokladna + běžný účet) v rozvaze      | x     | 19 087 | 16 501 | 16 348 | 33 019 |
| Peněžní prostředky (pokladna + běžný účet) provozně nutné | x     | 2 216  | 1 108  | 2 102  | 618    |

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce 4.11 jsou uvedena provozně nutná aktiva podniku za jednotlivé roky 2007 – 2011.

Tab. 4.11 Provozně nutná aktiva podniku (v tis. Kč):

| Položka                                     | 2007         | 2008          | 2009          | 2010          | 2011         |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Dlouhodobý nehmotný majetek                 | 455          | 321           | 332           | 206           | 125          |
| Dlouhodobý hmotný majetek                   | 4 559        | 4 535         | 4 531         | 2 576         | 2 097        |
| <b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>    | <b>5 014</b> | <b>4 856</b>  | <b>4 863</b>  | <b>2 782</b>  | <b>2 222</b> |
| Zásoby                                      | 374          | 220           | 326           | 253           | 450          |
| Pohledávky                                  | x            | 4 222         | 3 394         | 4 818         | 1 782        |
| Provozně nutná výše peněz                   | x            | 2 216         | 1 108         | 2 102         | 618          |
| Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)   | 629          | 1 205         | 836           | 360           | 245          |
| <b>Oběžný majetek provozně nutný</b>        | <b>x</b>     | <b>7 863</b>  | <b>5 664</b>  | <b>7 533</b>  | <b>3 095</b> |
| <b>Provozně nutná aktiva podniku celkem</b> | <b>x</b>     | <b>12 719</b> | <b>10 527</b> | <b>10 315</b> | <b>5 317</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.4 Finanční plán

Sestavení finančního plánu (rozvahy a výkazu zisků a ztrát) je nezbytné pro výnosové metody, které budou použity pro ocenění společnosti.

Vytvoření plánu pro následující roky je velice problematické vzhledem k situaci na českém trhu, kdy se hospodářství potýká s poklesem v důsledku světové finanční krize



roku 2008 vč. poklesu a otřesů v eurozóně (Řecko, Kypr). Na druhé straně ekonomové již očekávají pomalé zvyšování tempa růstu HDP, obdobně jako lídři v prodeji ojetých vozidel v české republice očekávají postupný nárůst prodeje (AAA auto a.s. a ESA s.r.o, viz. jejich prohlášení v médiích).

Výsledky sledované společnosti jsou dány zejména dosaženými tržbami, které jsou přes obraty autobazarů závislé právě na celkové hospodářské situaci v republice (růst HDP, nezaměstnanost, ochota obyvatel nakupovat, atd.).

### **Plánovaný výkaz zisku a ztráty (výsledovka)**

Dle předběžných informací by tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (výkony) za rok 2012 měly být jen mírně vyšší (pro účely plánovány zanedbatelně), než v roce 2011, proto jsou tržby v roce 2012 stanoveny na stejné úrovni – tedy růst tržeb je roven 0 %. Díky postupnému ožívání trhu je v roce 2013 stanoven růst tržeb o 1 %, v roce 2014 o 3 % a v roce 2015 je pak předpokládán růst tržeb o 5 %.

V oblasti provozních nákladů nepředpokládá společnost významné změny (reklamní akce, přijetí dalších pracovníků, apod.) Pouze v souvislosti s plánovaným růstem tržeb je třeba počítat s růstem nákladů daných provizemi obchodních zástupců, které činí 20 % z jimi vytvořených tržeb. To se projeví v položce výkonová spotřeba, jejímž obsahem je krom provizí obchodních zástupců například také spotřeba materiálu a energie, nájemné, reklama, tisk a distribuce časopisu apod. V roce 2011 činily provize obchodním zástupcům 11,4 mil. Kč z položky výkonové spotřeby. Růst těchto provizí je předpokládán ve stejné výši jako růst tržeb za prodej služeb. Tedy v roce 2012 o 0 %, v roce 2013 o 1 %, v roce 2014 o 3 % a 2015 o 5 %.

Od roku 2013 se předpokládá růst osobních nákladů o 2 % ročně.

Odpisy byly dle průměru z předchozích let stanoveny ve výši 30 % z dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku.

Obecně růst tržeb nevyvolává (až na uvedenou výjimku) růst nákladů, což je dáno povahou prodávaných služeb.

Finanční výsledek hospodaření je v plánovaných letech předpokládán obdobný jako v roce 2011. Tento finanční zisk je tvořen především dividendami z cenných papírů, které společnost vlastní.

Daňová sazba je v roce 2012 i následujících letech předpokládána ve výši 19 %.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty daného podniku je zobrazen v následující tabulce 4.12.

Tab. 4.12 Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro roky 2012 – 2015 (v tis. Kč)

| TEXT   | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Výkony   | 65 547        | 66 202        | 68 189        | 71 598        |
| Výkonová spotřeba                                      | 24 594        | 24 708        | 25 053        | 25 646        |
| Přidaná hodnota  | 40 953        | 41 494        | 43 135        | 45 952        |
| Osobní náklady   | 10 470        | 10 679        | 10 893        | 11 111        |
| Daně a poplatky  | 32            | 32            | 32            | 32            |
| Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku      | 669           | 742           | 1 042         | 1 042         |
| Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu       | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Zůstatková cena prodaného dlouhod. majetku a materiálu | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Změna stavu rezerv a opravných položek                 | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Ostatní provozní výnosy                                | 124           | 124           | 124           | 124           |
| Ostatní provozní náklady                               | 487           | 487           | 487           | 487           |
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>                   | <b>29 419</b> | <b>29 678</b> | <b>30 806</b> | <b>33 404</b> |
| <b>Finanční výsledek hospodaření</b>                   | <b>200</b>    | <b>200</b>    | <b>200</b>    | <b>200</b>    |
| Daň z příjmů za běžnou činnost                         | 5 628         | 5 677         | 5 891         | 6 385         |
| <b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>          | <b>23 991</b> | <b>24 202</b> | <b>25 114</b> | <b>27 219</b> |
| <b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>                  | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>     | <b>23 991</b> | <b>24 202</b> | <b>25 114</b> | <b>27 219</b> |
| <b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>        | <b>29 619</b> | <b>29 878</b> | <b>31 006</b> | <b>33 604</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

### Plánovaná rozvaha

V plánované rozvaze se projeví předpokládaný nákup dlouhodobého hmotného majetku. V roce 2013 dojde k pořízení nové výpočetní techniky za cca 250 tis. Kč, v roce 2014 je plánován nákup nových firemních automobilů asi za 1 mil. Kč.

V následujících letech se očekává růst hodnoty akcií a dluhopisů, které společnost vlastní. Tento předpoklad byl promítnut do rozvahy jako každoroční růst kapitálových fondů (oceňovací rozdíly z přecenění majetku) o 4 % a bude tedy docházet i k růstu dlouhodobého finančního majetku.

V souvislosti s růstem tržeb poroste také krátkodobý finanční majetek – peníze na účtech v bankách. Zároveň bude docházet také k poklesu peněžních prostředků, neboť výsledky hospodaření minulého roku budou vždy následující rok v plné výši rozděleny a vyplaceny jako podíly ze zisku. V letech 2013 a 2014 dojde také k výdajům za pořízení nového dlouhodobého majetku.

Na straně pasiv se díky nárůstu tržeb bude postupně zvyšovat také výsledek hospodaření běžného účetního období.

Časové rozlišení pasivní je tvořeno především výnosy příštích období, které představují přijaté platby ze smluv uzavřených s autobazary na rok či kratší časový úsek. Oproti roku 2011, kdy časové rozlišení pasivní dosahovalo hodnotu 19 269 tis. Kč, došlo v roce 2012 ke snížení této částky. Důvodem je především upřednostňování krátkodobějších (čtvrtletních) smluv některými autobazary. V následujících letech je předpokládána obdobná výše časového rozlišení jako v roce 2012.

Plánovaná rozvaha vybraného podniku je uvedena v následující tabulce 4.13.

Tab. 4.13 Plánovaná rozvaha pro roky 2012 – 2015 (v tis. Kč)

| <b>AKTIVA</b>               | <b>2012</b>   | <b>2013</b>   | <b>2014</b>   | <b>2015</b>   |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>AKTIVA CELKEM</b>        | <b>45 938</b> | <b>46 172</b> | <b>47 105</b> | <b>49 231</b> |
| <b>Dlouhodobý majetek</b>   | <b>13 641</b> | <b>13 914</b> | <b>14 935</b> | <b>14 956</b> |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 125           | 125           | 125           | 125           |
| Dlouhodobý hmotný majetek   | 2 097         | 2 347         | 3 347         | 3 347         |
| Dlouhodobý finanční majetek | 11 419        | 11 442        | 11 463        | 11 484        |
| <b>Oběžná aktiva</b>        | <b>32 052</b> | <b>32 013</b> | <b>31 925</b> | <b>34 030</b> |
| Dlouhodobé pohledávky       | 106           | 106           | 106           | 106           |
| Krátkodobé pohledávky       | 3 493         | 3 493         | 3 493         | 3 493         |
| Krátkodobý finanční majetek | 28 453        | 28 414        | 28 326        | 30 431        |
| <b>Časové rozlišení</b>     | <b>245</b>    | <b>245</b>    | <b>245</b>    | <b>245</b>    |

| <b>PASIVA</b>  | <b>2012</b>   | <b>2013</b>   | <b>2014</b>   | <b>2015</b>   |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>PASIVA CELKEM</b>                                     | <b>45 938</b> | <b>46 172</b> | <b>47 105</b> | <b>49 231</b> |
| <b>Vlastní kapitál</b>                                   | <b>23 961</b> | <b>24 193</b> | <b>25 128</b> | <b>27 253</b> |
| Základní kapitál   | 500           | 500           | 500           | 500           |
| Kapitálové fondy   | -581          | -558          | -537          | -516          |
| Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku | 50            | 50            | 50            | 50            |
| Výsledek hospodaření minulých let                        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)       | 23 991        | 24 202        | 25 114        | 27 219        |
| <b>Cizí zdroje</b>                                       | <b>3 159</b>  | <b>3 159</b>  | <b>3 159</b>  | <b>3 159</b>  |
| Dlouhodobé závazky                                       | 71            | 71            | 71            | 71            |
| Krátkodobé závazky                                       | 3 088         | 3 088         | 3 088         | 3 088         |
| <b>Časové rozlišení</b>                                  | <b>18 818</b> | <b>18 820</b> | <b>18 818</b> | <b>18 819</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

## 4.5 Stanovení WACC

Stanovit výši průměrných vážených nákladů kapitálů (WACC) je nutné pro výpočet metody diskontovaného cash flow (DCF) i ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Nejdříve musí být určeny váhy jednotlivých složek kapitálu (vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu), poté jsou stanoveny náklady na cizí kapitál a na vlastní kapitál, nakonec jsou vypočítány průměrné vážené náklady kapitálu dle vzorce (2.25).

Vzhledem k tomu, že vybraný podnik nemá žádný úročený cizí kapitál, výpočet průměrných vážených nákladů bude výrazně jednodušší.

### Určení vah jednotlivých složek kapitálu

Váhy vlastního a cizího úročeného kapitálu na celkovém investovaném kapitálu by měly být počítány na základě tržních hodnot. Kapitálový trh v České republice není příliš rozvinutý. Navíc, vybraný podnik má právní formu společnosti s ručením omezeným, proto jsou použita data účetní, nikoli tržní.

Jak již bylo zmíněno výše, podnik nedisponuje žádným cizím úročeným kapitálem. Celkový investovaný kapitál je tedy tvořen pouze vlastním kapitálem. Tuto skutečnost zobrazuje následující tabulka 4.14.

Tab. 4.14 Určení vah vlastního a cizího úročeného kapitálu

| Druh kapitálu              | Účetní hodnota | Váha |
|----------------------------|----------------|------|
| Vlastní kapitál            | 40 775 tis. Kč | 1,0  |
| Cizí kapitál úročený       | 0 tis. Kč      | 0,0  |
| Investovaný kapitál celkem | 40 775 tis. Kč | 1,0  |

Zdroj: vlastní zpracování

### Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou dány váženým průměrem z efektivních úrokových měr, které podnik platí za cizí kapitál. V případě vybraného podniku nejsou žádné úvěry ani jiný úročený cizí kapitál, tudíž nejsou placeny žádné úroky. Z toho vyplývá, že náklady na cizí kapitál jsou rovny nule.

## Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny pomocí komplexní stavebnicové metody. Jejím principem je přičítání rizikových přírážek k bezrizikovému výnosu, který je dán výnosností dlouhodobých státních dluhopisů.

Výpočet nákladů na vlastní kapitál komplexní stavebnicovou metodou je uveden v příloze č. 4 této práce. Jak lze v dané příloze vidět, bylo použito členění na faktory obchodního rizika a faktory finančního rizika, přičemž faktory obchodního rizika byly dále rozděleny do následujících skupin: rizika oboru, rizika trhu, rizika z konkurence, management, výrobní proces a ostatní. Jednotlivé faktory rizik pak byly ohodnoceny na stupnici 1 (nízké riziko) až 4 (vysoké riziko). Nakonec byly tyto zjištěné stupně rizika převedeny na velikost rizikové přírážky.

K bezrizikovému výnosu 4,85 % bylo následně přičteno obchodní riziko 7,751 % a finanční riziko 0,484 % (celková riziková premie se rovná 8,235 %).

Náklady na vlastní kapitál stanovené pomocí komplexní stavebnicové metody jsou pak ve výši **13,085 %**.

## Propočet WACC

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) jsou vypočítány dosazením do vzorce (2.25) této práce. Daňová sazba k datu ocenění činí 19 %.

$$\begin{aligned} WACC &= n_{CK}(1-d)\frac{CK}{K} + n_{VK(Z)}\frac{VK}{K} \\ WACC &= 0 \cdot (1-0,19) \cdot 0 + 13,085 \% \cdot 1 \\ \mathbf{WACC} &= \mathbf{13,085 \%} \end{aligned}$$

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) jsou stanoveny ve výši 13,085 %.

## 4.6 Ocenění metodou účetní hodnoty

Tato metoda je založena na principu historických cen, které vyjadřují, za kolik byla aktiva podniku doopravdy pořízena. Při výpočtu účetní hodnoty podniku se vychází z účetního výkazu – rozvahy, kde jsou snadno k nalezení veškerá potřebná data. Hodnota vlastního kapitálu je dle vzorce (2.37) z teoretické části vypočítána jako hodnota aktiv snížená o hodnotu závazků a dluhů (tj. cizích zdrojů). Výpočet je uveden v následující tabulce 4.15.

Tab. 4.15 Výpočet účetní hodnoty podniku XYZ s.r.o. k 1. 1. 2012

|                                  |                      |
|----------------------------------|----------------------|
| Účetní hodnota aktiv             | 63 203 000 Kč        |
| - Účetní hodnota závazků a dluhů | 3 159 000 Kč         |
| <b>= Hodnota podniku</b>         | <b>60 044 000 Kč</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Účetní hodnota podniku XYZ s.r.o. k 1. 1. 2012 činí 60 044 000 Kč. Tato hodnota je však pouze doplňková a slouží k porovnání s výsledky ocenění jinými metodami.

#### 4.7 Ocenění metodou diskontovaného cash flow Entity (DCF Entity)

Při ocenění vybraného podniku bude použita tzv. dvoufázová metoda. Podstatou je rozdělení budoucích období na dvě fáze. První fázi budou tvořit roky 2012 – 2015 (tj. období možné prognózy FCFF), druhá fáze pak bude začínat v roce 2016 a pokračovat do nekonečna. Hodnota podniku druhé fáze bývá označována jako pokračující hodnota.

Principem metody diskontovaného cash flow je stanovení hodnoty podniku jako celku pomocí diskontování volných peněžních toků, které by byly k dispozici vlastníkům i věřitelům (FCFF). Diskontní mírou v případě DCF Entity jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Hodnota vlastního kapitálu je pak získána odečtením hodnoty cizího kapitálu od hodnoty podniku jako celku.

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) byly vypočítány pomocí komplexní stavebnicové metody v kapitole 4.5 této práce. WACC činí 13,085 %. Nyní je nutné vymezit budoucí volné peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům (FCFF).

##### Stanovení volných peněžních toků (FCFF)

Při výpočtu volných peněžních toků se vychází z plánovaných účetních výkazů – rozvahy a výkazu zisku a ztráty, které byly sestaveny v kapitole 4.4 této práce.

Ještě před samotným výpočtem FCFF je vhodné dopočítat plánovaný provozně nutný dlouhodobý majetek a plánovaný provozně nutný pracovní kapitál za roky 2012 – 2015, z nichž jsou vypočítány investice těchto do těchto položek za jednotlivá léta. Tyto hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce 4.16. Konkrétní výpočty týkající se provozně nutného investovaného kapitálu (dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu) jsou přílohou č. 5 této práce.

Tab. 4.16 Investice do provozně nutného majetku (v tis. Kč)

|  | Minulost       | Prognóza       |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|  | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           |
| Dlouhodobý majetek provozně nutný            | 2 222          | 2 222          | 2 472          | 3 472          | 3 472          |
| Pracovní kapitál provozně nutný              | -19 262        | -18 811        | -18 813        | -18 811        | -18 812        |
| <b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>    | <b>-17 040</b> | <b>-16 589</b> | <b>-16 341</b> | <b>-15 339</b> | <b>-15 340</b> |
| Investice do dl. majetku provozně nutného    | x              | 0              | 250            | 1 000          | 0              |
| Investice do prac. kapitálu provozně nutného | x              | 451            | -2             | 2              | -1             |

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet volného peněžního toku (FCFF) vychází z provozního výsledku hospodaření, který je upravován na tzv. korigovaný výsledek hospodaření. V rámci vybraného podniku však nejsou v daném období plánovány jednorázové provozní výnosy a náklady související s provozním majetkem (např. prodej nepotřebného majetku), ani finanční výnosy a náklady související s provozně nutným majetkem. Proto se provozní výsledek hospodaření bude rovnat korigovanému provoznímu výsledku hospodaření před daněmi.

Tab. 4.17 Stanovení volného peněžního toku (FCFF) (v tis. Kč)

|  | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)</b>                        | <b>29 419</b> | <b>29 678</b> | <b>30 806</b> | <b>33 404</b> |
| - Provozní Vý jednorázové a nesouvisející s prov. majetkem                 | -             | -             | -             | -             |
| + Provozní Ná jednorázové a nesouvisející s prov. majetkem                 | -             | -             | -             | -             |
| + Výnosy z finančních investic a výnosové úroky z provozně nutného majetku | -             | -             | -             | -             |
| - Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem               | -             | -             | -             | -             |
| <b>Korigovaný Provozní VH před daněmi (KPVHD)</b>                          | <b>29 419</b> | <b>29 678</b> | <b>30 806</b> | <b>33 404</b> |
| - Upravená daň z příjmů ( $KPVH_D \times \text{daňová sazba}$ )            | 5 590         | 5 639         | 5 853         | 6 347         |
| <b>Korigovaný Provozní VH po daních (KPVH)</b>                             | <b>23 829</b> | <b>24 039</b> | <b>24 953</b> | <b>27 057</b> |
| + Odpisy   | 669           | 742           | 1 042         | 1 042         |
| <b>= Předběžný peněžní tok z provozu</b>                                   | <b>24 498</b> | <b>24 781</b> | <b>25 995</b> | <b>28 099</b> |
| - Investice do upraveného prac. kapitálu (provozně nutného)                | 451           | -2            | 2             | -1            |
| - Investice do pořízení dl. majetku (provozně nutného)                     | 0             | 250           | 1 000         | 0             |
| <b>Volný peněžní tok (FCFF)</b>  | <b>24 047</b> | <b>24 533</b> | <b>24 993</b> | <b>28 100</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Jak lze vidět v tabulce 4.17, korigovaný výsledek hospodaření je pak zdaněn sazbou daně z příjmů, která je v daných letech předpokládána ve výši 19 %. Následně jsou připočítány odpisy, které jsou získány z finančního plánu podniku. Nakonec jsou odečteny investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku. Takto je získán volný peněžní tok (FCFF) pro jednotlivé roky 2012 – 2015, a to na základě tabulky 2.2 z teoretické části.

### Výpočet hodnoty podniku

Hodnota podniku je pomocí dvoufázové metody počítána jako součet hodnoty 1. fáze a hodnoty 2. fáze. Jak již bylo zmíněno výše, první fázi budou tvořit roky 2012 – 2015 (tj. období možné prognózy FCFF), druhá fáze pak bude začínat v roce 2016 a pokračovat do nekonečna.

#### Hodnota 1. fáze

Volné peněžní toky (FCFF) jsou diskontovány odúročitelem, který je počítán jako  $1/(1+WACC)^t$ . Hodnota první fáze je pak dána součtem diskontovaných cash flow (DCF) za jednotlivé roky 2012 – 2015. Výpočet je zobrazen v následující tabulce 4.18.

Tab. 4.18 Výpočet hodnoty první fáze (v tis. Kč)

|                              | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Volný peněžní tok (FCFF)     | 24 047 | 24 533 | 24 993 | 28 100 |
| Odúročitel                   | 0,884  | 0,782  | 0,691  | 0,611  |
| Diskontované cash flow (DCF) | 21 265 | 19 184 | 17 282 | 17 183 |
| Hodnota první fáze           | 74 914 |        |        |        |

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota 1. fáze tedy činí **74 914 000 Kč**.

#### Hodnota 2. fáze

Hodnota podniku druhé fáze bývá označována jako pokračující hodnota. Pokračující hodnota je vypočítána podle Gordonova vzorce (2.28) z teoretické části. Volný peněžní tok v roce 2015 byl výše stanoven ve výši 28 100 tis. Kč. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) byly ponechány na stejné úrovni jako v první fázi, tedy ve výši 13,085 %.



Při odhadu tempa růstu volného peněžního toku (g) se obvykle vychází z tempa růstu hrubého domácího produktu. Ten je dle Ministerstva financí predikován v roce 2013 na 0,1 % a v roce 2014 na 1,4 %. V současné době je velmi těžké odhadovat budoucí tempo růstu hrubého domácího produktu (HDP) pro následující roky (2015, 2016 a dále), proto je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku (g) stanoveno na stejné úrovni jako predikovaný růst HDP v roce 2014, a to na 1,4 %.

$$Pokračující\ hodnota = \frac{28\,100 \cdot (1+0,014)}{0,13085 - 0,014} = 243\,846\, \text{tis. Kč}$$

Současná hodnota pokračující hodnoty je pak získána pomocí následujícího vzorce.

$$SH\ PH = PH \cdot odúročitel_{2015}$$

$$SH\ PH = 243\,846 \cdot 0,611 = 148\,990\, \text{tis. Kč}$$

Hodnota 2. fáze tedy činí **148 990 000 Kč**.

#### Výsledná hodnota podniku (vlastního kapitálu)

Výsledná hodnota podniku je pak součtem hodnoty 1. a 2. fáze, který je snížen o hodnotu cizího úročeného kapitálu a zvýšen o hodnotu provozně nutných aktiv podniku. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku je zobrazen v tabulce 4.19.

Výpočet hodnoty provozně nutných aktiv podniku k 1. 1. 2012 je přílohou č. 6 této práce. Hodnota těchto aktiv je počítána jako součet neprovozních aktiv k danému datu. Mezi neprovozní aktiva dle kapitoly 4.3 této práce patří dlouhodobý finanční majetek, pohledávky za společníky, krátkodobé cenné papíry a podíly a provozně nepotřebná výše peněžních prostředků.

Tab. 4.19 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (v tis. Kč)

|  |                |
|--|----------------|
| Hodnota 1. fáze                                    | 74 914         |
| Hodnota 2. fáze                                    | 148 990        |
| <b>Hodnota brutto ("provozní")</b>                 | <b>223 904</b> |
| - Hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění | 0              |
| <b>Hodnota vlastního kapitálu ("provozní")</b>     | <b>223 904</b> |
| + Hodnota neprovozních aktiv ke dni ocenění        | 57 886         |
| <b>Hodnota vlastního kapitálu podniku</b>          | <b>281 790</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku stanovená pomocí metody DCF Entity činí k datu ocenění **281 790 000 Kč**.

#### **4.8 Ocenění metodou přidané ekonomické hodnoty (EVA)**

Základní myšlenkou ekonomické přidané hodnoty je rozlišení účetního a ekonomického zisku. Metoda ekonomické přidané hodnoty měří ekonomický zisk, kterého je dosaženo v případě, že jsou uhrazeny kromě běžných nákladů i náklady kapitálu.

Následující podkapitola je věnována zjištění ekonomické přidané hodnoty (EVA) v jednotlivých letech 2007 – 2011. Důvodem je vytvoření si představy o vývoji této hodnoty ve sledovaných letech. Další podkapitolou je pak již samotné ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty, která vychází z plánovaných ekonomických přidaných hodnot v následujících letech, a to 2012 – 2016.

##### **4.8.1 Ekonomická přidaná hodnota v letech 2007 – 2011**

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je potřebné znát velikost čistých operačních aktiv (NOA), velikost zisku z operační činnosti podniku po dani (NOPAT) a průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

##### **Čistá operační aktiva (NOA)**

Při výpočtu čistých operačních aktiv je nejdříve potřeba z aktiv vyloučit tzv. neoperační aktiva (tj. aktiva, která nejsou nezbytná pro výkon základní podnikatelské činnosti). Poté aktivovat položky, které nejsou účetně v aktivech vykazovány a nakonec snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

Rozdělení aktiv na provozně nutná / nenutná bylo provedeno v kapitole 4.3 této práce. Po stanovení provozně nutných aktiv podniku jsou aktivovány náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky – v případě vybraného podniku jde o náklady na marketing a náklady na školení pracovníků. Roční náklady na marketing činí ročně cca 6 mil. Kč. Roční náklady na školení pracovníků činí cca 390 tis. Kč. Obě tyto položky budou rovnoměrně odepisovány vždy po dobu tří let – předpokládá se, že vynaložené náklady budou přinášet efekt v daném roce a v následujících dvou letech. Výpočet aktivovaných nákladů na marketing a školení pracovníků je přílohou č. 7 této práce.

Nakonec jsou aktiva snížena o neúročený cizí kapitál, který je ve vybrané společnosti představován krátkodobými závazky a pasivním časovým rozlišením (výdaje příštích období,

výnosy příštích období). Výpočet čistých operačních aktiv je uveden v následující tabulce 4.20.

Tab. 4.20 Výpočet čistých operačních aktiv podniku (NOA) (v tis. Kč)

|   | 2007   | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    |
|---|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Provozně nutná aktiva podniku celkem</b> | x      | 12 719  | 10 527  | 10 315  | 5 317   |
| + Náklady na marketing                      | 4 000  | 6 000   | 6 000   | 6 000   | 6 000   |
| + Náklady na školení pracovníků             | 260    | 390     | 390     | 390     | 390     |
| - Krátkodobé závazky                        | 9 056  | 11 079  | 5 537   | 10 510  | 3 088   |
| - Časové rozlišení pasivní                  | 23 256 | 26 387  | 21 854  | 20 119  | 19 269  |
| <b>Čistá operační aktiva (NOA)</b>          | x      | -18 357 | -10 474 | -13 924 | -10 650 |

Zdroj: vlastní zpracování

Čistá operační aktiva (NOA) dosahují záporných hodnot především díky snížení provozně nutných aktiv podniku o časové rozlišení pasivní. To je z v podstatě tvořeno výnosy příštích období, které představují přijaté platby ze smluv uzavřených s autobazary na rok či kratší časový úsek.

#### Výsledek hospodaření z operační činnosti po dani (NOPAT)

Je důležité, aby do výpočtu NOPAT byly zařazeny náklady a výnosy související s aktivy, které patří do NOA (čistých operačních aktiv) a naopak.

Pro výpočet NOPAT byla zvolena varianta vycházející z provozního výsledku hospodaření (viz. tabulka 2.4 v teoretické části). Ten byl upraven o provozní výnosy a náklady z neoperačního majetku (tržby z prodaného majetku a zůstatková cena prodaného majetku) a o aktivované náklady a jejich odpisy (náklady na marketing a školení pracovníků). Nakonec byl NOPAT zdaněn. Výpočet je uveden v následující tabulce 4.21.

Varianta výpočtu NOPAT z provozního výsledku hospodaření byla zvolena především díky menšímu množství potřebných úprav. Provozní výsledek hospodaření totiž nezahrnuje položky týkající se finanční činnosti podniku. Finanční majetek (např. dlouhodobé cenné papíry a podíly) již byl označen jako provozně nepotřebný majetek podniku. V případě varianty výpočtu NOPAT z výsledku hospodaření za běžnou činnost by proto muselo dojít navíc k úpravám týkající se této finanční činnosti podniku.

Tab. 4.21 Výpočet operačního výsledku hospodaření (NOPAT) (v tis. Kč)

|   | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>  | <b>12 496</b> | <b>31 532</b> | <b>29 845</b> | <b>22 624</b> | <b>29 475</b> |
| - tržby z prodeje dlouhodobého majetku                                      | 0             | 4             | 170           | 55            | 68            |
| + ZC prodaného dlouhodobého majetku   | 0             | 4             | 37            | 41            | 68            |
| + Marketingové náklady  | 6 000         | 6 000         | 6 000         | 6 000         | 6 000         |
| - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů (marketing) | <b>2 000</b>  | <b>4 000</b>  | <b>6 000</b>  | <b>6 000</b>  | <b>6 000</b>  |
| + Náklady na školení pracovníků   | 390           | 390           | 390           | 390           | 390           |
| - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů (školení)   | 130           | 260           | 390           | 390           | 390           |
| <b>NOPAT před zdaněním</b>  | <b>16 756</b> | <b>33 662</b> | <b>29 712</b> | <b>22 610</b> | <b>29 475</b> |
| - Daň   | 4 021         | 7 069         | 5 942         | 4 296         | 5 600         |
| <b>NOPAT po zdanění</b>   | <b>12 735</b> | <b>26 593</b> | <b>23 770</b> | <b>18 314</b> | <b>23 875</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

**Ekonomická přidaná hodnota (EVA)**

Ekonomická přidaná hodnota za jednotlivé roky 2007 – 2011 je pak vypočítána na základě vzorce (2.34) této práce. Vzhledem k nestanoveným čistým operačním aktivům (NOA) v roce 2007, byl výpočet v tomto roce nemožný.

Tab. 4.22 Výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA) za roky 2007 – 2011 (v tis. Kč)

|            | 2007     | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          |
|------------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NOPAT      | 12 735   | 26 593        | 23 770        | 18 314        | 23 875        |
| NOA        | x        | -18 357       | -10 474       | -13 924       | -10 650       |
| WACC       | 13,085%  | 13,085%       | 13,085%       | 13,085%       | 13,085%       |
| <b>EVA</b> | <b>x</b> | <b>28 995</b> | <b>25 140</b> | <b>20 136</b> | <b>25 268</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Jak lze vidět v tabulce 4.22 ekonomická přidaná hodnota je ve sledovaných letech vždy kladná, což znamená, že vybraný podnik i po úhradě nákladů na vlastní kapitál tvořil novou hodnotu. V roce 2009 a 2010 však došlo k mírnému poklesu ekonomické přidané hodnoty, a to díky důsledkům hospodářské krize, kdy došlo ke snížení tržeb daného podniku. V roce 2011 si lze všimnout zvýšení ekonomické přidané hodnoty, které bylo zapříčiněno růstem tržeb daného podniku díky oživení trhu. V souvislosti s plánovaným nárůstem tržeb podniku pak lze v následujících letech očekávat také růst ekonomické přidané hodnoty podniku.

#### 4.8.2 Ocenění ekonomickou přidanou hodnotou Entity

Při ocenění ekonomickou přidanou hodnotou je prvním krokem výpočet plánované roční výše ekonomické přidané hodnoty. Při tomto výpočtu se vychází z vytvořeného finančního plánu, který byl sestaven v kapitole 4.4 této práce. Až poté lze vypočítat hodnotu podniku.

##### Plánovaná roční výše ekonomické přidané hodnoty

Pro stanovení plánované roční výše ekonomické přidané hodnoty je potřebné nejdříve vypočítat plánovaná čistá operační aktiva (NOA) a plánovaný operační výsledek hospodaření (NOPAT). Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) již byly výše stanoveny pomocí komplexní stavebnicové metody ve výši 13,085 %.

Pro stanovení čistých operačních aktiv (NOA) je potřebné znát provozně nutná aktiva podniku. V plánovaných letech se projeví nákup dlouhodobého hmotného majetku – počítačů v roce 2013 a automobilů v roce 2014. Ostatní položky provozně nutných aktiv jsou ponechány na stejné úrovni jako v roce 2011, včetně provozně nutné výše peněz, neboť krátkodobé závazky jsou plánovány také ve stejné výši jako v roce 2011. Konkrétní hodnoty provozně nutných aktiv jsou uvedeny v příloze č. 8 této práce.

Při výpočtu čistých operačních aktiv jsou k plánovaným provozně nutným aktivům přičteny aktivované náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky. Ty jsou u vybraného podniku tvořeny náklady na marketing a náklady na školení pracovníků, které jsou ponechány na stejné úrovni jako v předchozích letech (2007 – 2011) – náklady na marketing tedy ročně činí cca 6 mil. Kč a náklady na školení pracovníků činí ročně cca 390 tis. Kč. Následně je odečten neúročený cizí kapitál, který je představován krátkodobými závazky a pasivním časovým rozlišením. Výpočet plánovaných NOA je uveden v následující tabulce 4.23.

Tab. 4.23 Plánovaná čistá operační aktiva (NOA) (v tis. Kč)

|   | 2011           | 2012           | 2013          | 2014          | 2015          |
|---|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Provozně nutná aktiva podniku celkem</b> | 5 317          | 5 317          | 5 567         | 6 567         | 6 567         |
| + Náklady na marketing                      | 6 000          | 6 000          | 6 000         | 6 000         | 6 000         |
| + Náklady na školení pracovníků             | 390            | 390            | 390           | 390           | 390           |
| - Krátkodobé závazky                        | 3 088          | 3 088          | 3 088         | 3 088         | 3 088         |
| - Časové rozlišení pasivní                  | 19 269         | 18 818         | 18 820        | 18 818        | 18 819        |
| <b>Čistá operační aktiva (NOA)</b>          | <b>-10 650</b> | <b>-10 199</b> | <b>-9 951</b> | <b>-8 949</b> | <b>-8 950</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Čistá operační aktiva (NOA) opět dosahují záporných hodnot, a to především díky snížení provozně nutných aktiv podniku o časové rozlišení pasivní. To je v podstatě tvořeno výnosy příštích období, které představují přijaté platby ze smluv uzavřených s autobazary na rok či kratší časový úsek.

Následně je nutné vypočítat plánovaný provozní výsledek hospodaření (NOPAT). Výpočet vychází z tabulky 2.4 v teoretické části. Provozní výsledek hospodaření byl upraven na operační výsledek hospodaření a následně zdaněn. Výpočet plánovaného NOPAT je uveden v následující tabulce 4.24.

Tab. 4.24 Plánovaný operační výsledek hospodaření (NOPAT) (v tis. Kč)

|   | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>  | 29 419        | 29 678        | 30 806        | 33 404        | 33 404        |
| - tržby z prodeje DM  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + ZC prodaného DM   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Marketingové náklady  | 6 000         | 6 000         | 6 000         | 6 000         | 6 000         |
| - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů - marketing | 6 000         | 6 000         | 6 000         | 6 000         | 6 000         |
| + Náklady na školení pracovníků   | 390           | 390           | 390           | 390           | 390           |
| - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů - školení   | 390           | 390           | 390           | 390           | 390           |
| <b>NOPAT před zdaněním</b>  | <b>29 419</b> | <b>29 678</b> | <b>30 806</b> | <b>33 404</b> | <b>33 404</b> |
| Daň na úrovni NOPAT   | 5 590         | 5 639         | 5 853         | 6 347         | 6 347         |
| <b>NOPAT po zdanění</b>   | <b>23 829</b> | <b>24 039</b> | <b>24 953</b> | <b>27 057</b> | <b>27 057</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaná ekonomická hodnota (EVA) je pak počítána dle vzorce (2.35) z teoretické části jako operační výsledek hospodaření snížený o čistá operační aktiva předchozího roku vynásobena průměrnými váženými náklady na kapitál. Jak lze vidět v následující tabulce 4.25, plánovaná ekonomická přidaná hodnota nejenže nabývá kladných hodnot, ale má také rostoucí tendenci. Jsou tedy hrazeny náklady na vlastní kapitál a zároveň je tvořena nová hodnota.

Jak lze vidět v následující tabulce, výpočet plánované ekonomické přidané hodnoty (EVA) je rozdělen do dvou fází. První fázi představují roky 2012 – 2015, tj. roky, kdy je prognózován finanční plán. Druhou fází tvoří rok 2016 až nekonečno.

NOPAT prvního roku druhé fáze (tj. roku 2016) je počítán jako NOPAT roku 2015 násobený tempem růstu (g) ve výši 1,4 % (tzn.  $27\,057 \cdot 1,014 = 27\,436$ )

Tab. 4.25 Výpočet plánované přidané hodnoty (v tis. Kč)

|                          | 1. fáze       |               |               |               | 2. fáze       |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          |
| $NOPAT_t$                | 23 829        | 24 039        | 24 953        | 27 057        | 27 436        |
| $WACC_t \cdot NOA_{t-1}$ | -1 394        | -1 335        | -1 302        | -1 171        | -1 171        |
| <b>EVA</b>               | <b>25 223</b> | <b>25 374</b> | <b>26 255</b> | <b>28 228</b> | <b>28 607</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

### Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku

Před samotným stanovením výsledné hodnoty vlastního kapitálu je vhodné vypočítat současnou hodnotu ekonomické přidané hodnoty pro jednotlivé roky (2012 – 2016). Ta je zjištěna diskontováním plánované ekonomické přidané hodnoty (EVA) odúročitelem, který je počítán jako  $1/(1+WACC)^t$ . Výpočet současné hodnoty EVA je uveden v následující tabulce 4.26.

Tab. 4.26 Výpočet současné hodnoty EVA (v tis. Kč)

|                             | 1. fáze       |               |               |               | 2. fáze  |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|
|                             | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016     |
| EVA                         | 25 223        | 25 374        | 26 255        | 28 228        | 28 607   |
| WACC                        | 13,085 %      | 13,085 %      | 13,085 %      | 13,085 %      | 13,085 % |
| Odúročitel                  | 0,884         | 0,782         | 0,691         | 0,611         | -        |
| <b>Současná hodnota EVA</b> | <b>22 297</b> | <b>19 842</b> | <b>18 142</b> | <b>17 247</b> | <b>-</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Ocenění podniku je počítáno stejně jako u metody DCF Entity dvoufázově. První fázi představují roky 2012 – 2015, tj. roky, kdy je prognózován finanční plán. Druhou fázi tvoří rok 2016 až nekonečno (tzv. pokračující hodnota). Výpočet hodnoty vlastního kapitálu je uveden v následující tabulce 4.27.

Tržní přidaná hodnota (MVA) je současná hodnota budoucích ekonomických přidaných hodnot (EVA). Je počítána jako součet současné hodnoty první fáze a současné hodnoty pokračující hodnoty (tj. druhé fáze). Od tržní přidané hodnoty jsou odečtena čistá operační aktiva k datu ocenění podniku, čímž je získána výnosová hodnota brutto. Následně

je odečten úročený cizí kapitál, kterým však vybraný podnik nedisponuje. Proto se v tomto případě výnosová hodnota brutto rovná výnosové hodnotě netto. Nakonec je k výnosové hodnotě netto přičten neoperační majetek k datu ocenění. Takto je získána výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu.

Tab. 4.27 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k 1. 1. 2012 (v tis. Kč)

|  |                |
|--|----------------|
| Pokračující hodnota = $EVA_{2016} / (WACC-g)$                        | 244 817        |
| Současná hodnota pokračující hodnoty = PH . odúročitel pro rok 2015  | 149 583        |
| Současná hodnota 1. fáze (součet diskontovaných EVA za první 4 roky) | 77 529         |
| <b>MVA (149 583 + 77 529)</b>  | <b>227 112</b> |
| NOA k 1. 1. 2012   | -10 650        |
| <b>Výnosová hodnota brutto</b>                                       | <b>216 462</b> |
| Úročený cizí kapitál celkem k 1. 1. 2012                             | 0              |
| <b>Výnosová hodnota netto</b>  | <b>216 462</b> |
| Neoperační majetek k 1. 1. 2012                                      | 57 886         |
| <b>Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012</b>     | <b>274 348</b> |

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu stanovená pomocí metody EVA Entity činí k datu ocenění **274 348 000 Kč**.



## 5 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ

V této kapitole budou zhodnoceny výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a výsledky ocenění daného podniku. Následně bude navrženo doporučení pro zvýšení hodnoty daného podniku.

Dle strategické analýzy by mělo docházet k příznivější situaci v národním hospodářství – očekává se postupný růst HDP, pokles inflace, apod. Také segment internetové reklamy, do něhož vybraný podnik spadá, má rostoucí charakter. I v následujících letech je předpokládán jeho nárůst, a to především díky očekávanému rozvoji mobilního internetu.

Následně byla provedena finanční analýza pomocí poměrových ukazatelů. Obecně lze konstatovat, že vybraný podnik je finančně zdravý a stabilní. Ukazatele rentability vykazují vysoké hodnoty, především rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu a rentabilita vlastního kapitálu. Tyto ukazatele však mají kolísavý charakter, a to díky nepravidelnému vyplácení podílů z výsledků hospodaření. Co se týče ukazatelů likvidity, jsou veškeré doporučené hodnoty a intervaly překračovány – někdy až několikanásobně. Příliš velká likvidita však snižuje rentabilitu, protože finanční prostředky nejsou využívány pro výnosnější formy aktiv. Proto by bylo vhodné najít pro přebytečné peněžní prostředky výnosnější variantu uložení či investování.

Na základě provedené strategické analýzy, finanční analýzy a vytvořeného finančního plánu byly pomocí vybraných metod stanoveny výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2012, které jsou uvedeny v následující tabulce 5.1.

Tab. 5.1 Výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2012

| Použitá metoda ocenění                  | Hodnota vlastního kapitálu |
|---|----------------------------|
| Účetní hodnota                          | 60 044 000 Kč              |
| Diskontované cash flow (DCF) Entity     | 281 790 000 Kč             |
| Ekonomická přidaná hodnota (EVA) Entity | 274 348 000 Kč             |

Zdroj: vlastní zpracování

Účetní hodnota podniku má pouze doplňkovou úlohu. Její vypovídací schopnost je nízká především díky rozdílnosti pořizovací ceny s reálnou hodnotou majetku k datu ocenění. Zejména pak nebere v úvahu budoucí ziskovost podniku, a tedy nebere v úvahu návratnost investice z hlediska kupujícího.

Hodnoty podniku počítané metodou DCF a EVA jsou oproti účetní hodnotě několikanásobně vyšší. Při jejich výpočtu byly použity stejné průměrné náklady kapitálu (WACC), stejný investovaný provozně nutný kapitál, stejné tempo růstu (g), stejná sazba daně a provozní zisk v metodě DCF je roven NOPAT v metodě EVA. Přesto jsou výsledné hodnoty podniku mírně rozdílné. V praxi je tento rozdíl, na rozdíl od teorie, běžný.

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) na rozdíl od DCF podává informaci o tvorbě hodnoty podniku. Z předešlých výpočtů vyplývá, že z výsledné hodnoty podniku bude 227 112 tis. Kč vytvořeno v budoucnosti.

V praxi se často používá ohodnocení podniku vycházející z velikosti EBITDA. Podnik je pak prodáván za 5 – 10 násobek této hodnoty. Použitý násobek je výsledkem vyjednávání mezi kupujícím a prodávajícím a je závislý na konkrétních podmínkách uzavřené smlouvy, např. způsobu výplaty dojednané ceny nebo podmínek, za kterých bude vyplacena dohodnutá cena. Rozhodující vliv na použitý násobek má často zájem kupujícího o daný podnik vyplývající z toho, jaké zhodnocení kupující předpokládá nebo jak důležitý je pro jeho záměry.

EBITDA je zisk před odpisy, úroky a zdaněním. Dle českých účetních standardů je EBITDA počítána jako výsledek hospodaření před zdaněním + odpisy + nákladové úroky.

EBITDA podniku za rok 2011 je pak počítána následně:

$$29\,701 + 669 + 0 = 30\,370 \text{ tis. Kč}$$

Rozmezí 5 – 10 násobku EBITDA daného podniku pak tvoří hodnoty:

$$151\,850 \text{ tis. Kč} - 303\,700 \text{ tis. Kč}$$

Výsledné hodnoty podniku počítané pomocí metody DCF a EVA spadají do tohoto rozmezí a jsou cca devítinásobkem EBITDA.

## Doporučení

Růst hodnoty podniku lze řadit k dlouhodobým a strategickým cílům podniku (stejně jako udržení jeho stability, vývoj, apod.). Jak ukazují proměnné použité ve výše uvedených oceňovacích metodách, hodnota podniku je závislá v podstatě na jeho ziskovosti, kryje se tedy zároveň s jeho krátkodobými cíli.

Vytvořený zisk závisí na tržbách (ty lze zvýšit rozšířením produktu na další trhy, zvýšením cen nebo nabízením dalších produktů). Výrazné zvyšování tržeb nad kalkulovaný rámec se zdá být ale už dost obtížné vzhledem k situaci v národním hospodářství a stavu trhu.

Druhou cestou ke zvyšování zisku je úspora nákladů. Podnik se dlouhodobě snaží udržet náklady jen na rozumné výši se zachováním nezbytných investic do marketingu, takže nalezení výrazných rezerv v provozních nákladech je nepravděpodobné. Je však vhodné uvažovat o budoucnosti dvou vedlejších produktů podniku, které jsou dlouhodobě ztrátové. Pro podnik bude zajisté zajímavá informace, jak by se zrušení těchto ztrátových produktů projevilo v jeho hodnotě.

Prvním produktem je již 10 let vydávaný časopis, který býval ziskový, ale nyní vykazuje měsíční ztrátu zhruba 10 tis. Kč a je používán spíše už jen jako reklamní nástroj. Jeho roční tržby činí cca 480 tis. Kč a roční náklady jsou ve výši cca 600 tis. Kč. Roční ztráta tohoto produktu je tedy 120 tis. Kč. Druhým produktem je tvorba 3D prezentací vozidel, která po několikaletém vývoji funguje ve zkušebním provozu, přičemž se stále nedaří tuto službu zpoplatnit. Náklady na provoz 3D prezentací jsou dosti značné - jsou tvořeny nájem a náklady (energie, voda, apod.) dvou zřízených pracovišť, osobními náklady na pracovníky těchto pracovišť a dalšími vyčíslitelnými náklady (doprava, internet, náklady na ubytování, atd.). Ztrátovost tohoto produktu je tedy zcela zřejmá. Podnik vynakládá obrovské náklady, ale neplynou mu z této činnosti žádné výnosy. Celkové měsíční náklady dosahují průměrně 315 tis. Kč. Roční ztráta z tohoto produktu je tedy 3 780 tis. Kč.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku s předpokladem zrušení těchto dvou produktů v roce 2014 je přílohou č. 9 (metodou DCF) a přílohou č. 10 (metodou EVA) této práce.

Výpočet nové hodnoty vlastního kapitálu podniku je obdobný jako v kapitole 4.7 (ocenění metodou DCF) a 4.8 (ocenění metodou EVA) této práce. V případě metody diskontovaného cash flow však dojde prostřednictvím zvýšení provozního výsledku hospodaření také k růstu volných peněžních toků FCFF. V případě metody ekonomické přidané hodnoty se růst provozního výsledku hospodaření projeví ve výši NOPAT.

Porovnání výsledků ocenění podniku po zrušení dvou ztrátových produktů v roce 2014 s výsledky původního ocenění je uvedeno v následující tabulce 5.2.

Tab. 5.2 Srovnání původního ocenění s novým

|                   | <b>Původní ocenění</b> | <b>Nové ocenění</b> | <b>Rozdíl</b> |
|-------------------|------------------------|---------------------|---------------|
| <b>DCF Entity</b> | 281 790 000 Kč         | 302 626 000 Kč      | 20 836 000 Kč |
| <b>EVA Entity</b> | 274 348 000 Kč         | 295 212 000 Kč      | 20 864 000 Kč |

Zdroj: vlastní zpracování

Jak lze vyčíst z tabulky 5.2, v případě zrušení dvou ztrátových produktů podniku by došlo k růstu hodnoty vlastního kapitálu podniku až o 20 mil. Kč.

## 6 ZÁVĚR

Diplomová práce byla zaměřena na ocenění vybrané společnosti. V úvodních částech byla popsána teoretická východiska oceňování podniku a charakterizován vybraný podnik – softwarová společnost podnikající v oblasti inzerce a reklamy. V aplikační části byl pak tento podnik oceněn vybranými metodami. Ještě před samotným stanovením hodnoty podniku byla provedena strategická analýza, finanční analýza a sestaven finanční plán.

Společnost, která byla pro účely zpracování této práce vybrána, patří mezi hlavní podniky na území České republiky provozující inzertní auto-moto servery. Situace podniku je stabilní, a to především díky velmi dobrému a pevnému postavení jeho produktu Y na trhu, což se promítá do velikosti tržeb podniku. Z provedené finanční analýzy podniku lze vyvodit, že jde o finančně zdravý a stabilní podnik s vysokou rentabilitou a likviditou.

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu konkrétního podniku k 1. 1. 2012 pomocí vybraných metod oceňování. Ocenění podniku bylo provedeno pomocí metody účetní hodnoty, diskontovaného cash flow (DCF) a ekonomické přidané hodnoty (EVA). Metoda účetní hodnoty má pouze doplňující charakter. Metodou diskontovaného cash flow byla hodnota podniku stanovena na 281 790 000 Kč. Dle metody ekonomické přidané hodnoty činí hodnota podniku 274 348 000 Kč.

Pro zvýšení hodnoty daného podniku bylo doporučeno zrušení dvou ztrátových produktů podniku. Propočet nové hodnoty podniku pak ukázal, že při přijetí tohoto opatření podnikem by jeho hodnota mohla vzrůst až o 20 mil. Kč.

Hodnota podniku k 1. 1. 2012 metodou diskontovaného cash flow (DCF) činí **281 790 000 Kč**. V případě přijetí navrhovaného doporučení by hodnota podniku mohla činit až 302 626 000 Kč. Výsledky této práce by měly být podkladem pro rozhodování a řízení podniku.

## Seznam literatury

### MONOGRAFIE

1. BLAHA, Zdenek a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
2. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
3. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
4. KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSEL. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010. 820 s. ISBN 978-0-470-42470-4.
5. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
6. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
7. MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
8. MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
9. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
10. SABOLOVIČ, Mojmír. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

11. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
12. VOSTÁRKOVÁ, Lenka. *Odměňování v organizaci*. Ostrava, 2011. Bakalářská práce. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra podnikohospodářská.

#### **INTERNETOVÉ ZDROJE**

13. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Hlavní makroekonomické údaje ze dne 20. března 2013* [online]. ČSÚ [20.3.2013]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>
14. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. MFČR: *Makroekonomická predikce ze dne 20. března 2013* [online]. MFČR [20.3.2013]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html)

#### **PODNIKOVÉ ZDROJE**

15. Výroční zprávy společnosti XYZ, s.r.o. za roky 2007 – 2011.

## **Seznam zkratek**

3D – trojrozměrný

$A_0$  – neopreační aktiva k datu ocenění

apod. – a podobně

atd. – a tak dále

CK – cizí kapitál

$CK_0$  – cizí úročený kapitál k datu ocenění

č. - číslo

ČR – Česká republika

ČSÚ – Český statistický úřad

d – sazba daně z příjmu

DCF – diskontované cash flow

DPH – daň z přidané hodnoty

DPPO – daň z příjmu právnických osob

EAT – zisk po zdanění (čistý zisk)

EBIT – zisk před odečtením úroků a daní

EBT – zisk před zdaněním

EVA – ekonomická přidaná hodnota

FCF – volný peněžní tok

FCFF – volný peněžní tok do firmy

g – předpokládané tempo růstu volného peněžního toku

$H_b$  – hodnota burtto

HDP – hrubý domácí produkt

$H_n$  – hodnota netto

$i_k$  – kalkulovaná úroková míra

K – celková tržní hodnota investovaného kapitálu ( $K = VK + CK$ )

Kč – koruna česká



mil. – milión

např. – například

$n_{CK}$  – náklady na cizí kapitál

$n_{VK}$  – náklady na vlastní kapitál

NOA – čistá operační aktiva

NOPAT – operační výsledek hospodaření

Obr. – obrázek

PH – pokračující hodnota

PP – peněžní prostředky

ROA – rentabilita aktiv

ROC – rentabilita nákladů

ROCE – rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

ROS – rentabilita tržeb

s. r. o. – společnost s ručením omezeným

str. – strana

t – běžný rok

Tab. – tabulka

tis. - tisíc

tj. – to je

tzn. – to znamená

tzv. – tak zvaný

VK – vlastní kapitál

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

XYZ – smyšlený název společnosti

X – smyšlený název produktu společnosti

Y – smyšlený název produktu společnosti

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26. dubna 2013

*Lenka Vostárková*

.....  
Bc. Lenka Vostárková

## **Seznam příloh**

**Příloha č. 1** – Rozvaha podniku XYZ, s.r.o. (v tis. Kč)

**Příloha č. 2** – Výkaz zisku a ztráty podniku XYZ, s.r.o. (v tis. Kč)

**Příloha č. 3** – Výpočet ukazatelů finanční analýzy

**Příloha č. 4** – Stanovení nákladů na vlastní kapitál – stavebnicová metoda

**Příloha č. 5** – Výpočty týkající se plánovaného provozně nutného investovaného kapitálu

**Příloha č. 6** – Hodnota provozně nenutných aktiv k 1. 1. 2012

**Příloha č. 7** – Výpočet aktivovaných nákladů

**Příloha č. 8** – Výpočet plánovaných provozně nutných aktiv podniku

**Příloha č. 9** – Výpočet hodnoty podniku metodou DCF v případě zrušení ztrátových produktů v roce 2014

**Příloha č. 10** – Výpočet hodnoty podniku metodou EVA v případě zrušení ztrátových produktů v roce 2014